



Stock guide des titres recommandés

Analystes: Mme Yousr BEN SALAH OUERGH
M. Mahmoud BABAY
M. Zied CHENNOUFI



Banques

Amen Bank: Conserver (+)**Actionnariat**

COMAR (28,6%)
PGI Holding (21,7%)
Meninx Holding (8,9%)

Titres

Nominal	10
Nombre	10 000 000
Capitalisation boursière (MD)	829

Cours

Clôture	82,900
31/12/2009	53,000

Variation

Début 2010	59,1%
Année 2009	78,7%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	45,1
Bénéfice 2010	49,6
Capitaux propres	350,9

Dividende

Montant	1,400
Div Yield	1,7%

Valorisation

PE 2009	18,4
PE 2010	16,7
P/BV	2,4

L'activité de la banque ne cesse de s'améliorer d'une année à une autre. En 2009, la banque a réalisé un bénéfice net de 45,1MD en progression de 12,5% par rapport à 2008. En 2010, l'activité s'est accentuée encore plus. En effet, les dépôts ont progressé de 19% par rapport à fin décembre à 3 519MD : une hausse sans doute aidée par l'expansion de son réseau d'agences avec l'ouverture de 5 nouveaux points de vente en six mois seulement.

La banque gagne ainsi deux points de part de marché et se positionne désormais à la 4ème place en termes de dépôts.

Le stock de crédit a suivi la même tendance avec une croissance de 17% à 3 448MD.

Le PNB de la banque s'établit à 80,8MD affichant une progression de 21,4% par rapport à la première moitié de l'année écoulée. Une progression qui a été alimentée par l'amélioration de la marge d'intérêt de 22% et celle sur commissions de 18,5%.

En matière de productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 2,1 points à 36% grâce à une meilleure maîtrise des charges opérationnelles. En effet, la banque a réussi pour la première fois à couvrir sa masse salariale par les commissions.

Compte tenu de l'accroissement de l'activité, le coût du risque de la banque s'est déprécié de 2,8 points à 25,8%. Rappelons que les créances douteuses représentent 11,9% du total des engagements de la banque à fin décembre 2009 et qu'elles sont couvertes par les provisions à hauteur de 70,9%.

La banque a clôturé le premier semestre 2010 avec un bénéfice net de 27,6MD, soit +38,3% par rapport à fin juin 2009.

Pour les prochaines années, la banque prévoit un taux de croissance pour les dépôts et les crédits respectivement de 13% et 15%, un PNB en progression annuelle moyenne de 10,5%, une réduction du taux de créances classées à 7% à l'horizon de 2014 avec une couverture à hauteur de 80% par les provisions.

D'un point de vue boursier et malgré la bonne appréciation du cours en 2009 et depuis le début de 2010, le titre se traite à un niveau de valorisation en ligne par rapport à l'ensemble du secteur coté. Notre recommandation est maintenue : **Renforcer** votre position sur le titre.

ATB: Conserver (+)**Actionnariat**

Arab Bank Plc (64,2%)

Titres

Nominal	1
Nombre	80 000 000
Capitalisation boursière (MD)	734

Cours

Clôture	9,180
31/12/2009	8,080

Variation

Début 2010	16,1%
Année 2009	53,9%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	45,8
Bénéfice 2010	51,0
Capitaux propres	309,4

Dividende

Montant	0,200
Div Yield	2,2%

Valorisation

PE 2009	16,0
PE 2010	14,4
P/BV	2,4

L'année 2009 s'est caractérisée pour l'ATB par un bénéfice net de 45,8MD, soit +22,2% par rapport à 2008.

Durant la première moitié de 2010, les dépôts de la clientèle se sont contractés de 10% par rapport à fin décembre 2009 suite à la baisse des dépôts à terme. Quant aux crédits servis à la clientèle, ils se sont cru de 16,4%.

Le PNB s'établit à 70,3MD en progression de 17,6% et ce malgré la baisse de la marge d'intérêt de 13,2%. La banque compte à son actif un important portefeuille en bons de trésor qui lui permet d'être faiblement sensible à la baisse des taux d'intérêt. Ainsi la structure du PNB de la banque est assez particulière puisque 60% de son PNB découle des revenus sur portefeuille en bons de trésor.

Le coût du risque de la banque s'est légèrement dégradé de 0,5 points à 15,5%. Les créances classées représentent 8,7% du total des engagements de la banque et couvertes par les provisions à hauteur de 73,2% : des niveaux largement en dessus des taux exigés par la BCT.

Côté efficacité opérationnelle, le coefficient d'exploitation de la banque s'est amélioré de 3,5 points à 47,2%.

Le premier semestre s'est soldé avec un bénéfice net de 22MD en progression de 32% par rapport à fin juin 2009.

Pour 2010 et compte tenu des performances enregistrées durant les six premiers mois de l'année en cours, nous révisons à la hausse le bénéfice net prévisionnel de la banque à 51MD (contre 48,2MD initialement prévu), soit +11%.

Actuellement, le titre se traite à des niveaux de valorisation qui se comparent favorablement par rapport à l'ensemble du marché. Nous maintenons toujours notre recommandation de **renforcer** votre position sur le titre.

Attijari Bank: Conserver (+)

Actionnariat	
Andalucarthage Holding (54,6%)	
ICF (4,68%)	
Ennaki (2,29%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	33 750 000
Capitalisation boursière (MD)	797
Cours	
Clôture	23,600
31/12/2009	21,500
Variation	
Début 2010	9,8%
Année 2009	62,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	46,8
Bénéfice 2010	55,1
Capitaux propres	240,8
Dividende	
Montant	0,000
Div Yield	0,0%
Valorisation	
PE 2009	17,0
PE 2010	14,5
P/BV	3,3

Le programme de restructuration de la banque entamé depuis plusieurs années commence à porter ses fruits, les principales réalisations en 2009 et celles du premier semestre 2010 témoignent de ce bon parcours. En effet, les ressources de la banque ont affiché une progression de 11,5% à 3 120MD par rapport à fin décembre 2009. Les emplois, eux aussi ont suivi le même rythme puisqu'ils ont cru de 12,5%.

Tenant compte de cet accroissement de l'activité, le PNB de la banque a augmenté de 18,4% à 82MD grâce à l'amélioration des revenus sur portefeuille (+43,1%).

La banque a poursuivi sa stratégie d'expansion de réseau avec l'ouverture de 2 nouveaux points de vente. Désormais, elle compte 151 agences à fin juin 2010.

L'important effort de provisionnement réalisé durant ces dernières années a permis à la banque d'améliorer son coût du risque de 3,4 points à 10,6%. Signalons que le taux des créances classées s'établit à 9,6% en 2009 et que le taux de couverture par les provisions se situe à 64,2%.

Ce taux de couverture devrait, en 2010, s'aligner avec celui exigé par l'autorité de tutelle (BCT), soit 70%. Au niveau de la maîtrise des charges, la banque a gagné plus de 2 points en termes de coefficient d'exploitation à 52,5%.

La banque a clôturé les six premiers mois de 2010 avec un bénéfice net de 28,4MD, soit +29,1% par rapport à la même période de 2009.

Pour 2010 dans son ensemble, le management de la banque prévoit de réaliser un PNB de 162,7MD (+10%) et un bénéfice net de 55,1MD (17,7%) : des chiffres que nous estimons très prudents au vu des réalisations du premier semestre 2010.

Le renouvellement avec la distribution des dividendes est prévu à partir de l'exercice 2011, après apurement total des pertes antérieures.

L'alliance au consortium « Attijariwafa Bank – Banco Santander Central Hispano » constitue un enjeu majeur pour la banque. Elle a pu tirer profit de l'expertise de ces deux groupes en se développant dans tous les métiers bancaires.

Sur la bourse, le titre se traite à des niveaux de valorisation en ligne par rapport à l'ensemble du marché. Nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.

BH: Acheter

Actionnariat	
Etat tunisien (32,6%)	
ETAP (16,6%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	18 000 000
Capitalisation boursière (MD)	594
Cours	
Clôture	32,980
31/12/2009	27,650
Variation	
Début 2010	21,6%
Année 2009	21,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	53,3
Bénéfice 2010	55,0
Capitaux propres	411,2
Dividende	
Montant	0,650
Div Yield	2,0%
Valorisation	
PE 2009	11,1
PE 2010	10,8
P/BV	1,4

En 2009, la BH a perdu 2 points sur ses marges suite à la baisse générale des taux. Ceci a impacté l'activité de la banque qui s'est soldé par un bénéfice net de 53,3MD en diminution de 1,4% par rapport à 2008.

Les réalisations de la BH pour les six premiers mois de 2010 ont été en dessous de nos attentes. Les dépôts de la clientèle ont baissé de 6% par rapport à fin décembre 2009. En revanche, le stock des crédits a affiché une faible progression de 6,4% par rapport au stock de décembre 2009. Le PNB a enregistré une faible croissance de 4,1% alimentée surtout par les revenus sur portefeuille (+47,1%) malgré que la marge d'intérêt ait régressé de 5%.

En matière d'efficacité opérationnelle, le coefficient d'exploitation s'est déprécié de 2 points en raison de la progression des frais généraux. De même, le coût du risque a régressé de 3,3 points à 28,8%. Tous ces éléments ont permis à la banque d'afficher au terme du premier semestre 2010 un bénéfice net de 24MD en très légère progression de 1,4% par rapport à la même période de 2009.

Il est à rappeler que la banque affiche un taux de couverture des créances classées de 70%. Ces créances représentent 8,7% du total des engagements de la banque.

Concernant l'année 2010 dans son ensemble, le management de la banque vise un résultat net de 62,6MD, un chiffre que nous révisons à la baisse à 55MD compte tenu des timides réalisations des six premiers mois de l'année en cours.

Pour les prochaines années, la banque a tracé une stratégie visant : la fidélisation de la clientèle existante, la conquête de nouvelles parts de marché, la diversification des produits tout en conservant le cœur de métier de la banque, ainsi que l'optimisation de la gestion des ressources humaines.

Le titre BH présente un PE de 10 fois le résultat prévisionnel de 2010 ainsi qu'un P/BV, légèrement au dessus de 1 : des niveaux de valorisation très attrayants qui se comparent favorablement par rapport à l'ensemble du marché. Le titre BH demeure toujours parmi les moins chers de la place malgré la dernière appréciation de son cours suite à l'annonce du lancement d'une étude sur le rapprochement de la banque avec la STB. Nous maintenons notre recommandation pour l'**achat** du titre.

BIAT: Conserver (+)

Actionnariat	
Maghreb Financière Holding (38,1%)	
Groupe MILED (9,7%)	
Groupe Tamarzis (9,3%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	17 000 000
Capitalisation boursière (MD)	1 454
Cours	
Clôture	85,520
31/12/2009	64,100
Variation	
Début 2010	36,5%
Année 2009	76,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	60,1
Bénéfice 2010	85,0
Capitaux propres	490,9
Dividende	
Montant	2,000
Div Yield	2,3%
Valorisation	
PE 2009	24,2
PE 2010	17,1
P/BV	3,0

En 2009, la banque a affiché une croissance très timide de son PNB de 1% (262,9MD), mais le bénéfice net s'est inscrit en une nette amélioration de 78% qui s'est établi à 60,1MD grâce à l'important effort de provisionnement qui a été opéré ces dernières années et qui commence à porter ses fruits.

Durant la première moitié de 2010, la banque a affiché un résultat net de 35MD, soit un bond de 154% par rapport au 30 juin 2009. Ceci est entre autres dû à une plus value sur cession de participations de 7,7MD ainsi que la baisse des dotations aux provisions de 8MD. En effet, le coût du risque s'est nettement amélioré de 8 points à 16,4% et la banque affiche désormais un ratio de provisionnement de 70,6% (contre 70,3% à fin décembre 2009) pour des créances classées qui représentent 9,6% du total des engagements.

L'encours des crédits est passé à 3 727MD, affichant une progression timide de 6% par rapport à fin décembre 2009 : la plus faible progression du secteur bancaire enregistrée durant le premier semestre 2010. Les dépôts ont eux aussi augmenté, mais avec un rythme beaucoup plus faible puisqu'ils n'ont progressé que de 2% par rapport au 31/12/2009.

Le PNB de la banque s'établit à 140MD affichant une progression de 8,2% par rapport à la première moitié de l'année écoulée. Une progression qui a été alimentée par l'amélioration de la marge d'intérêt de 8% et celle sur commissions de 6%.

D'un point de vue productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 2,6 points pour s'établir à 56,4% grâce à une meilleure maîtrise des charges opératoires, mais un niveau qui demeure élevé par rapport à la moyenne du secteur bancaire qui s'établit à 47% au 30/06/2010. Notons en plus que la couverture des frais de personnel par les commissions demeure assez faible, puisque les commissions représentent 48,3% seulement de la masse salariale contre une moyenne sectorielle de 72,6% au 30/06/2010.

Par ailleurs, l'année 2010 a été marquée par poursuite de la stratégie d'expansion du réseau avec l'ouverture de 5 nouveaux points de vente portant le nombre d'agences à 136.

Concernant l'année 2010 dans son ensemble, nous tablons sur un bénéfice net aux alentours de 85MD compte tenu des chantiers réalisés au niveau de la nouvelle organisation de la banque et qui devront porter leurs fruits à partir de 2010 ainsi que les années futures.

D'un point de vue boursier, et malgré la bonne progression du titre en 2009 (+76,2%) et depuis le début de l'année 2010 (+36,5%), le titre BIAT se valorise à 17,1 fois ses bénéfices estimés de 2010 : une valorisation légèrement en dessus de ses pairs cotés mais qui se justifie la forte croissance durant les prochaines années. Nous maintenons notre recommandation de **renforcer** votre position sur le titre.

BNA: Acheter

Actionnariat	
Etat Tunisien (65,5%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	32 000 000
Capitalisation boursière (MD)	563
Cours	
Clôture	17,600
31/12/2009	11,480
Variation	
Début 2010	57,2%
Année 2009	46,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	40,3
Bénéfice 2010	50,0
Capitaux propres	492,9
Dividende	
Montant	0,450
Div Yield	2,6%
Valorisation	
PE 2009	14,0
PE 2010	11,3
P/BV	1,1

Durant les dernières années, la banque a affiché des résultats substantiels, fruit de l'accroissement de l'activité ainsi qu'une bonne maîtrise des charges. Cette croissance s'est poursuivie en 2009 et durant le premier semestre 2010.

En effet, l'encours des crédits est passé à 3 786MD, affichant une progression notable de 10% par rapport à fin décembre 2009. Les dépôts ont eux aussi progressé, mais avec un rythme beaucoup plus faible puisqu'ils n'ont progressé que de 2% par rapport au 31/12/2009.

Le PNB de la banque s'établit à 123,8MD affichant une progression de 12% par rapport à la première moitié de l'année écoulée. Une progression qui a été alimentée par l'amélioration de la marge d'intérêt de 15% ainsi que les revenus sur portefeuille de 12%.

L'effort soutenu entrepris par la banque ces dernières années au niveau du provisionnement a permis à la banque d'afficher un coût du risque en amélioration, puisqu'il est passé de 24,6% au 30/06/2009 à 21,3% à fin juin 2010. Rappelons que les créances douteuses représentent 11,9% du total des engagements de la banque à fin décembre 2009 et qu'elles sont couvertes par les provisions à hauteur de 68%. Côté productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 3 points pour s'établir à 49,6%, fruit d'une meilleure gestion des charges opérationnelles.

Par ailleurs, une densification du réseau a été effectuée durant la première moitié de l'année 2010 l'année 2009 avec l'ouverture de 2 nouveaux points de vente portant ainsi le réseau à 157 agences réparties sur tout le territoire national.

Concernant l'année 2010 dans son ensemble, le management de la banque prévoit de réaliser un bénéfice net aux alentours de 50MD.

Le titre BNA a affiché une performance boursière de 46,4% en 2009 et plus de 57,2% depuis le début de l'année 2010. En dépit de cette bonne progression du cours, le titre demeure toujours décoté par rapport au secteur bancaire ainsi qu'à l'ensemble du marché : il est valorisé à 14 fois son bénéfice net de 2009 et 11,3 fois celui estimé pour l'année 2010. Nous recommandons le titre à l'**achat**.

BT: Conserver (+)

Actionnariat	
Banque Fédérative du Crédit Mutel (20%) Corporation and Investment (11,31%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	112 500
Capitalisation boursière (MD)	000
1 517	
Cours	
Clôture	13,480
31/12/2009	9,700
Variation	
Début 2010	39,3%
Année 2009	31,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	66,1
Bénéfice 2010	69,4
Capitaux propres	444,7
Dividende	
Montant	0,290
Div Yield	2,2%
Valorisation	
PE 2009	22,9
PE 2010	21,9
P/BV	3,4

En 2009, la banque a affiché une amélioration timide de ses principaux indicateurs financiers. L'année s'est soldée avec un bénéfice net de 66MD, soit une hausse de 5,2%.

Le premier semestre 2010 s'est caractérisé pour la BT par un accroissement des dépôts de la clientèle de 14% par rapport à fin décembre 2009, soit la deuxième meilleure performance enregistrée de tout le secteur bancaire coté.

Les crédits à la clientèle quant à eux se sont accrus moins rapidement, puisqu'ils ont affiché une croissance de 10% comparée à fin 2009.

Compte tenu de l'amélioration de l'accroissement de l'activité, le PNB a affiché une progression de 13,4%. Une performance rendue possible grâce à l'amélioration de la marge d'intérêt de 9,5% et celle sur commissions de 17,1%.

Compte tenu d'une très bonne qualité d'actifs, le coût du risque s'est apprécié de 1 point pour s'établir à 14,1%. Il est bon de rappeler que la BT affiche un ratio CDL parmi les plus faibles du secteur (5,5% à fin 2009) ainsi qu'un taux de couverture par les provisions de 83,1%. Des niveaux qui se rapprochent des standards internationaux.

La BT demeure toujours la référence en matière d'optimisation de ses charges avec un coefficient d'exploitation de 26,7%, le plus faible du secteur.

La banque a clôturé les 6 premiers mois de 2010 avec un bénéfice net de 35,5MD, soit +15,2% par rapport à fin juin 2009.

De plus, la le réseau de la banque s'est renforcé en 2010 avec l'ouverture de 5 nouveaux points de vente ramenant ainsi le réseau à 94 agences.

Pour 2010, le management prévoit de réaliser un PNB de 144,2MD (+8,5%) et un bénéfice net de l'ordre de 70MD (+6%) : des chiffres que nous estimons très réalisables.

Les bons fondamentaux solides de la banque constituent un matelas de sécurité et un élan confortable pour l'amélioration de l'activité durant les prochaines années.

Compte tenu de ces éléments et malgré que le titre affiche des niveaux de valorisation en légère surcote par rapport à l'ensemble du marché, nous maintenons toujours notre recommandation : **Renforcer** votre position sur le titre.



Assurances SALIM: Conserver (+)

Actionnariat	
Groupe BH (40%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	2 660 000
Capitalisation boursière (MD)	63
Cours	
Clôture	23,500
31/12/2009	15,000
Variation	
Début 2010	61,3%
Année 2009	-
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	3,4
Bénéfice 2010	4,2
Capitaux propres	18,6
Dividende	
Montant	0,700
Div Yield	3,0%
Valorisation	
PE 2009	18,6
PE 2010	14,8
P/BV	3,4

La compagnie détient une part de marché de 3,22% et se classe la onzième compagnie d'assurances en Tunisie.

En 2009, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 33,2MD en progression de 20,5% par rapport à 2008 et un bénéfice net de 3,4MD (+49,5%) témoignant ainsi d'une rentabilité des capitaux propres satisfaisante de l'ordre de 18%. Durant le premier semestre 2010, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 18,8MD affichant une progression de 17,6% par rapport à la première moitié de 2009. La branche vie occupe toujours la part prépondérante de l'activité avec 47% du chiffre d'affaires.

Les placements de la compagnie couvrent largement ses engagements techniques avec un taux de couverture de 122%. Les placements ont connu une augmentation significative de 18,5% par rapport à fin décembre 2009 suite à l'injection des fonds issus de la dernière augmentation de capital opérée sur le marché financier par ouverture du capital et introduction sur la cote de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

Pour 2010, le management de la compagnie prévoit un chiffre d'affaires de 38MD (+14%) et un bénéfice net de 4,2MD (+25%) : des prévisions que nous estimons qu'elles vont être respectées.

Depuis son introduction en bourse au mois d'avril 2010, le titre a gagné plus de 60% par rapport à sa valeur d'introduction, et il traite actuellement à 23,500D. Il représente actuellement 3,4 fois son actif net comptable. Il se traite à 14,8 fois les bénéfices estimés de 2010 légèrement en surcote par rapport au secteur des assurances mais affichant une décote de 10,3% par rapport à l'ensemble du marché. Le titre offre en plus un bon rendement en dividende de 3%.

Malgré cette forte appréciation du cours, nous maintenons notre recommandation de **renforcer** votre position sur le titre en le considérant comme un placement à moyen terme.

STAR:Conserver (+)

Actionnariat	
Etat Tunisien (36,6%)	
GROUPAMA (35%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	2 307 693
Capitalisation boursière (MD)	427
Cours	
Clôture	185,000
31/12/2009	143,500
Variation	
Début 2010	30,2%
Année 2009	77,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	33,7
Bénéfice 2010	38,8
Capitaux propres	198,1
Dividende	
Montant	1,800
Div Yield	1,0%
Valorisation	
PE 2009	12,7
PE 2010	11,0
P/BV	2,2

Pour la STAR, l'année 2009 s'est caractérisée par un bénéfice net de 33,7MD (+3,6%) affichant une rentabilité financière de 20,5%.

Durant la première moitié de l'année 2010, la STAR a affiché une régression de son chiffre d'affaires de 2% par rapport à la même période de 2009. Les charges de sinistre ont-elles aussi baissé de 10,8% suite à la survenance d'un important sinistre relatif à la branche incendie en 2009. Ceci a impacté positivement le taux de sinistralité de la compagnie qui passe à 74,3% contre 82,3% à fin juin 2009.

L'enveloppe des placements a augmenté de 6,5MD par rapport à fin décembre 2009 pour se situer à 559MD et a généré des produits nets de 17MD.

La STAR a clôturé le premier semestre 2010 avec un bénéfice net de 16MD affichant ainsi une croissance de 6%.

Pour 2010, la société prévoit un chiffre d'affaires de 222MD en progression de 5% et un bénéfice net de 38,7MD, soit +15% par rapport à 2009.

D'un point de vue boursier, le titre STAR a gagné plus de 77% en 2009 et plus de 30% depuis le début de l'année 2010. Malgré cette bonne performance, le titre demeure toujours attractif, puisqu'il est valorisé à 11 fois ses bénéfices estimés pour 2010 et 2 fois son actif net comptable. Nous pensons que ce niveau de cours présage encore un potentiel de croissance. Notre recommandation de **renforcer** votre position sur le titre est toujours maintenue.



Leasing

ATL: Acheter

Actionnariat	
ATB (27,76%)	
ENNAKL (10,67%)	
BNA (10%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	17 000 000
Capitalisation boursière (MD)	115
Cours	
Clôture	6,760
31/12/2009	5,350
Variation	
Début 2010	30,1%
Année 2009	53,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	6,6
Bénéfice 2010	8,2
Capitaux propres	44,8
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	3,0%
Valorisation	
PE 2009	17,5
PE 2010	14,1
P/BV	2,6

En 2009, la compagnie de leasing a réalisé un bénéfice net de 6,6MD (+23,4%) affichant une rentabilité financière de 14,7%. L'ATL est la deuxième société de leasing avec une part de marché de 16,5%

Au 30 juin 2010, la société a vu ses mises en forces augmenter de 37,7% à 114,6MD. Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 21% par rapport au mois de juin de l'année dernière pour s'établir au 30/06/2010 à 8,7MD. Le résultat net de l'ATL s'établit à 3,6MD enregistrant un bond de plus de 23% par rapport au résultat net affiché au 30/06/2009.

En termes de productivité, l'ATL fait toujours mieux que la moyenne sectorielle avec un coefficient d'exploitation de 31,4%, en nette amélioration de 3 points par rapport à fin juin 2009 : ceci dénote d'une gestion des charges opérationnelles très bien maîtrisée et ce malgré l'ouverture de deux nouvelles agences.

Rappelons qu'en ce qui concerne la qualité d'actifs, l'ATL affiche à fin 2009 un taux de créances classées de 7,1%, un niveau qui se compare favorablement par rapport à la moyenne du secteur coté (9,7%). En revanche, la couverture de ces créances douteuses est inférieure à la moyenne sectorielle (87%) mais demeure respectée par rapport aux prérogatives de la BCT.

Pour l'année 2010, le management de l'ATL vise un Produit Net de Leasing de 16,9MD (+12%) et un bénéfice net de 8,2MD (+24%) : des chiffres que nous estimons très réalisables compte tenu de l'évolution enregistrée courant le premier semestre de l'année en cours.

D'un point de vue boursier et malgré les bonnes performances financières de la société, le titre ATL n'a pas été trop gagnant depuis le début de l'année (+30%) en comparaison de ses paires cotées qui ont vu leur cours s'apprécier de plus de 50%. Il se valorise à 14,1 fois ses bénéfices estimés pour 2010 et offre un rendement en dividende de 3%, parmi les plus élevés du secteur du leasing. Nous maintenons notre recommandation pour l'**achat** du titre.

CIL: Conserver (+)

Actionnariat	
Société Générale Financière -SICAF- (20,2%)	
Tunisian Travel Service (19,4%)	
GAT (9,9%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	4 000 000
Capitalisation boursière (MD)	136
Cours	
Clôture	33,980
31/12/2009	28,690
Variation	
Début 2010	54,5%
Année 2009	68,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	7,3
Bénéfice 2010	8,2
Capitaux propres	33,3
Dividende	
Montant	0,720
Div Yield	2,1%
Valorisation	
PE 2009	18,5
PE 2010	16,6
P/BV	4,1

L'année 2009 s'est caractérisée pour la CIL par un bénéfice net de 7,3MD affichant une progression remarquable de 72% et une rentabilité financière de 22%.

Durant le premier semestre de 2010, les mises en force de la société de sont accrues de 34,5%.

Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 13,5% par rapport au mois de juin de l'année dernière pour s'établir au 30/06/2010 à 8MD. Le résultat net de la CIL s'établit à 5,8MD enregistrant un bond de plus de 42% par rapport au résultat net affiché au 30/06/2009. Ceci est entre autres dû à des reprises sur provisions pour un montant de 3,1MD suite au recouvrement de créances impayées ainsi qu'à une bonne maîtrise des charges d'exploitation. La compagnie de leasing affiche un coefficient d'exploitation de 30,4% parmi les plus faibles du secteur coté (en appréciation de 2 points par rapport à la même période de 2009). Le taux de créances classées s'établit à 6,8% et le taux de provisionnement de 80,3%. Ceci vient confirmer la bonne qualité du portefeuille de créances de la CIL comparée aux autres compagnies de leasing cotées sur la place de Tunis.

Pour 2010, le management de la compagnie prévoit des mises en force de 155MD (+3,7%), des produits nets de leasing de 16,5MD (+10,7%) et un bénéfice net de 8,2MD (+11,8%) : des projections que nous estimons très prudentes et la société pourra même les dépasser.

Depuis le début de l'année, le titre CIL a gagné plus de 50% de sa valeur. Actuellement, il se valorise à 16,6 fois ses bénéfices estimés pour 2010 : un niveau en deçà de celui du secteur du leasing coté qui se traite à 17,2 fois.

Malgré cette légère surcote, nous maintenons notre recommandation de **renforcer** votre position sur le titre compte tenu de la solidité financière de la compagnie.

Tunisie Leasing: Acheter

Actionnariat	
Groupe Amen (51,34%)	
Stusid Bank (9,17%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	7 000 000
Capitalisation boursière (MD)	257
Cours	
Clôture	36,700
31/12/2009	25,000
Variation	
Début 2010	51,8%
Année 2009	18,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,2
Bénéfice 2010	16,4
Capitaux propres	96,6
Dividende	
Montant	0,850
Div Yield	2,3%
Valorisation	
PE 2009	18,0
PE 2010	15,6
P/BV	2,7

En 2009, le groupe Tunisie Leasing a clôturé l'année avec un bénéfice net de 14,2MD (+25%). Durant les six premiers mois de 2010, **l'activité leasing** en Tunisie a affiché une progression des mises en force de 46%, soit la deuxième meilleure performance enregistrée par le secteur coté. La société demeure toujours le leader des sociétés de leasing en Tunisie. Malgré l'augmentation de la masse salariale de 10%, le coefficient d'exploitation s'est légèrement apprécié de 0,2 points à 39,8% : un niveau élevé par rapport à l'ensemble du secteur qui s'explique par l'importance de la taille de la société par rapport à ses concurrentes. Le bénéfice net s'est établi à 5,9MD en repli de 9% par rapport à la même période de 2009. Un repli qui s'explique surtout par un coût du risque désormais positif après qu'il était négatif durant les dernières années grâce à l'important effort de recouvrement fourni par le management. Il est bon de rappeler que le taux de couverture se situe à fin décembre à 87,9% et que les créances classées représentent 6% du total des engagements de la société.

Le leasing en Algérie s'est nettement développé ces dernières années. Il devrait s'accélérer en 2010 avec un rythme beaucoup plus soutenu suite à l'ouverture de 5 nouvelles agences qui viendront s'ajouter à celles déjà existantes (4).

L'activité LLD a affiché des revenus en nette progression de 44% grâce sans doute à une forte augmentation du parc ainsi qu'une bonne maîtrise des charges d'exploitation. Durant les cinq prochaines années, le management prévoit une augmentation du parc de 66%.

L'activité factoring quant à elle, son chiffre d'affaires a progressé de 7% à 4MD à fin juin 2010. Pour 2010 dans son ensemble, il est prévu une progression du chiffre d'affaires acheté de 14% et 10% pour les années suivantes.

Pour 2010, le management du groupe prévoit un bénéfice net de 16,4MD (+15,3%) un chiffre très réalisable au vu des performances du groupe durant les 5 dernières années.

D'un point de vue boursier, le titre Tunisie Leasing a affiché une progression de son cours de 50% depuis le début de l'année 2010. Il se valorise à 15,6 fois les bénéfices estimés pour 2010, un niveau en légère décote (-9,3%) par rapport à l'ensemble du secteur coté. Compte tenu de la solidité financière du groupe et de sa croissance régionale qui devra booster les résultats du groupe durant les prochaines années, nous maintenons toujours notre opinion sur le titre : **achat** en tant que valeur de fonds de portefeuille.



PGH : Conserver (+)

Actionnariat	
Famille BEN AYED (36%)	
Famille BOUZGUENDA (20%)	
Famille BOURICHA (19%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	166 670 000
Capitalisation boursière (MD)	1 600
Cours	
Clôture	9,600
31/12/2009	7,020
Variation	
Début 2010	40,7%
Année 2009	20,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	76,3
Bénéfice 2010	95,0
Capitaux propres	427,8
Dividende	
Montant	0,275
Div Yield	2,9%
Valorisation	
PE 2009	21,0
PE 2010	16,8
P/BV	3,7

Le groupe PGH a clôturé l'année 2009 avec un bénéfice net de 76,3MD en progression de 11% par rapport à 2008.

Durant la première moitié de l'année 2010, le rythme d'activité s'est accentué avec un chiffre d'affaires de 559,1MD contre 449,5MD pour la même période de l'année précédente, soit une évolution de 24,4%. Celle-ci intervient grâce à la bonne orientation de tous les métiers du groupe.

La marge brute et l'EBITDA se sont appréciés respectivement de 26% à 191,8MD et de 32,7% à 94,4MD, suite à la stabilisation des principaux cours des matières premières et du bon comportement des principales sociétés du groupe. Quant au résultat net consolidé, il a bondi de 61,6% à 45,7MD.

L'endettement net de PGH a enregistré une hausse de 10% à 447,5MD par rapport au 31/12/2009. Ainsi, le groupe affiche un gearing de 102,2%.

Du côté des investissements, le groupe a réalisé des investissements pour un montant de 64MD, soit 42% de l'enveloppe prévue pour l'année 2010.

D'ici fin 2010, nous prévoyons que le chiffre d'affaires consolidé et le résultat net consolidé seront respectivement aux alentours de 1 100MD et de 95MD. Des chiffres que nous estimons réalisables au vu des réalisations du 1er semestre 2010 mais qui restent tributaires de l'évolution des principales matières premières (acier, engrais alimentaires,...) et du contexte économique international.

Durant les 5 prochaines années, le groupe prévoit un taux de croissance annuel moyen de l'EBITDA de 13,6% pour atteindre 305MD en 2014 et une évolution de la marge d'EBITDA de 17,1% en 2009 à 19,7% à partir de 2012.

D'un point de vue boursier, le titre se valorise à 16,8 fois ses bénéfices estimés pour 2010, un niveau en ligne par rapport à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende de 2,9% acceptable. Le groupe PGH présente un portefeuille d'activité largement diversifié. Nous recommandons toujours **l'investissement dans le titre pour un placement à moyen terme.**



Industrie Agro-alimentaire

SFBT: Acheter

Actionnariat	
Groupe CASTEL (49%)	
BNA (13,6%)	
STAR (8,6%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	56 000 000
Capitalisation boursière (MD)	739
Cours	
Clôture	13,200
31/12/2009	12,350
Variation	
Début 2010	21,4%
Année 2009	21,5%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	68,1
Bénéfice 2010	74,9
Capitaux propres	384,0
Dividende	
Montant	0,600
Div Yield	4,5%
Valorisation	
PE 2009	10,9
PE 2010	9,9
P/BV	1,9

En 2009, le groupe SFBT a enregistré un chiffre d'affaires de 509,8MD affichant ainsi une progression de 10,7%. Cette progression a été alimentée surtout par la filière « Boissons Gazeuses » (25MD, soit +12%) ainsi que la filière « Eau » (+9MD, soit +14,2%). Les ventes de bières quant à elles, ont affiché une progression timide de 3,6% suite à l'arrivée de la concurrence sur ce segment d'activité.

Du côté des marges, le groupe affiche une marge brute de 47,8%, en appréciation de 2 points par rapport à 2008.

Le groupe a terminé l'année 2009 avec un bénéfice net global de 75,7MD en nette amélioration de 54%, malgré que la filière « Lait » demeure toujours déficitaire. La marge nette se situe à un niveau très confortable de 14,7% (+4,2 points). La rentabilité financière du groupe est satisfaisante avec 19,7%.

La structure financière du groupe se caractérise un endettement net quasiment vierge (gearing = 3,6%) ce qui permet de générer des cash flow très importants.

Durant la première moitié de l'année 2010, la société mère a affiché une progression de ses revenus de 13,2% (93,9MD) due essentiellement à l'augmentation du chiffre d'affaires des boissons gazeuses suite à l'augmentation des quantités, le réajustement des prix, ainsi que la création du site de production de Mornaguia. Quant aux ventes de bières, elles ont progressé de 8,2%. La marge brute s'est appréciée de 6 points à 40,3%

Le résultat d'exploitation s'établit à 20,1MD, soit +18,4% et le résultat net à 39MD (+6,8%) grevé par l'augmentation des charges financières, des pertes de change ainsi que la constitution d'une provision pour dépréciation des titres SMVDA Raoudha pour 500mD.

Pour 2010, la société mère prévoit un chiffre d'affaires de 154,5MD en diminution de 14,5% suite à la création de « SFBT Distribution » pour se conformer à la réglementation en vigueur. Cette société se chargera de commercialiser les marchandises vendues dans l'état. Le résultat net avant serait de l'ordre de 62,3MD (+0.8%).

Pour le groupe, nous estimons un bénéfice net de 74,9MD en progression de 10%. Une progression que nous estimons modeste malgré que l'activité du groupe soit très liée à la saison estivale, la saison touristique et un nouveau facteur qui vient s'ajouter sur le fait que le mois de Ramadan coïncide avec la saison estivale. Ces facteurs vont certainement impacter les ventes des boissons gazeuses et celles des bières sur quelques mois, mais sur une année pleine, nous estimons que cet impact serait très limité.

En 2009, le titre SFBT a gagné plus de 21% de sa valeur, une croissance qui s'est poursuivie en 2010 avec plus de 20%. Actuellement, il se valorise à 9,9 fois les bénéfices estimés pour 2010, un niveau que nous jugeons très attrayant par rapport à l'ensemble. L'investissement dans le titre SFBT se justifie principalement par une récurrence des revenus, une diversification totale des produits, un positionnement irréprochable ainsi qu'une bonne solidité financière.

Nous recommandons l'**achat** du titre.



Industrie des Composantes automobiles

ASSAD: Acheter

Actionnariat	
Famille KALLEL (64%)	
Evolia Holding (5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	11 000 000
Capitalisation boursière (MD)	136
Cours	
Clôture	12,400
31/12/2009	12,560
Variation	
Début 2010	11,0%
Année 2009	63,7%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	9,3
Bénéfice 2010	10,2
Capitaux propres	34,9
Dividende	
Montant	0,370
Div Yield	3,0%
Valorisation	
PE 2009	14,7
PE 2010	13,4
P/BV	3,9

En 2009, le groupe ASSAD a réalisé un bénéfice net de 9,3MD en progression de 26% par rapport à 2008 affichant ainsi une rentabilité financière satisfaisante de l'ordre de 26,6%.

Les réalisations du groupe ASSAD du 1^{er} semestre 2010 affichent une hausse du chiffre d'affaires local de 36,3% à 23,7MD et une baisse des ventes à l'export de 10,8% à 9,1MD qui s'explique par la baisse du cours du plomb ayant impacté négativement le prix de vente à l'export. Au total le chiffre d'affaires du groupe a progressé de 19% à 32,8MD contre 27,6MD au 30/06/2009.

La forte volatilité du cours de plomb au cours des 6 premiers mois de 2010 a impacté négativement les marges du groupe. Ainsi, la marge brute ainsi que la marge opérationnelle se sont détériorées respectivement de 4,7 points à 41,4% et de presque 1 point à 14,1%.

Le groupe a clôturé la première moitié de 2010 avec un bénéfice net de 4,1MD en progression de 5,1% par rapport à la même période de 2008.

La structure financière se caractérise par une bonne capacité d'endettement (gearing = 59%) et qui facilitera la mise en place de nouvelles politiques d'investissement.

Pour 2010, le management du groupe table sur un chiffre d'affaires de 71,1MD (+7%) et un bénéfice net de 10,3MD (+15%).

Durant les prochaines années, le groupe prévoit d'étendre l'activité de sa filiale algérienne par le renforcement de son réseau de distribution et la création de nouvelles succursales, tout en prospectant d'autres marchés pour d'éventuelles implantations ou exportations.

D'un point de vue boursier, le titre ASSAD se traite à 12,400D correspondant à un PE 13,4 fois les bénéfices estimés pour 2010, un niveau en décote de 19% par rapport à l'ensemble du marché.

Compte tenu des performances du groupe, de la bonne assise financière, d'une rentabilité financière satisfaisante et de son plan de développement axé sur l'export, recommandons **l'achat** du titre.

Gif Filter: Conserver (+)

Actionnariat	
Groupe M'ZABI (68,5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	6 666 000
Capitalisation boursière (MD)	56
Cours	
Clôture	8,380
31/12/2009	7,050
Variation	
Début 2010	21,3%
Année 2009	175,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	1,2
Bénéfice 2010	1,3
Capitaux propres	16,1
Dividende	
Montant	0,170
Div Yield	2,0%
Valorisation	
PE 2009	45,6
PE 2010	41,4
P/BV	3,5

L'année 2009 s'est caractérisée pour le producteur de filtres par un bénéfice net de 1,2MD (-26,6%).

De même, durant le premier semestre de l'année en cours, Gif Filter a enregistré une contraction de son activité. Ainsi, le chiffre d'affaires a accusé un repli de 16% à 4,6MD imputable essentiellement à la baisse des ventes à l'export de 1MD à 0,6MD. En effet, la prise de contrôle de la société par le groupe M'ZABI a eu un impact sur la politique commerciale de la société vis-à-vis de ses clients étrangers. En revanche sur le marché local, les ventes locales ont légèrement cru de 2,6%.

Le taux de marge brute s'est apprécié de 3,4 points à 55,4% par rapport à juin 2009. Par contre, la marge opérationnelle accuse une baisse de 6,3 points à 8,6% due à la hausse de 9,6% des charges de personnel d'une part et de la baisse de l'activité d'autre part.

Quant au résultat net, il a presque doublé à 2MD boosté par une plus value sur cession d'immobilisations de 2,4MD.

La société jouit d'une structure financière saine et d'un endettement vierge qui lui permet d'assurer une bonne croissance future.

Pour les prochaines années, nous estimons l'entrée du groupe M'ZABI dans le capital de la société va lui permettre de bénéficier de nombreuses synergies pour optimiser sa rentabilité d'exploitation et augmenter ses parts de marché.

Actuellement, le titre est valorisé à 41 fois ses bénéfices estimés pour l'année en cours : des niveaux largement supérieurs à l'ensemble du marché. Nous estimons que malgré cette surcote, le titre GIF Filter peut être considéré comme étant un titre de croissance. Les synergies espérées à travers le groupe M'ZABI vont donner de l'élan à l'activité de la société, et lui permettra de réaliser une croissance beaucoup plus rapide durant les prochaines années. Nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.



Industries des Matériaux de construction

TPR: Conserver (+)

Actionnariat	
Famille BAYAHI (76,5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	37 000 000
Capitalisation boursière (MD)	222
Cours	
Clôture	6,000
31/12/2009	5,600
Variation	
Début 2010	14,6%
Année 2009	38,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,1
Bénéfice 2010	15,5
Capitaux propres	75,9
Dividende	
Montant	0,250
Div Yield	4,2%
Valorisation	
PE 2009	15,8
PE 2010	14,4
P/BV	2,9

Les réalisations de 2009 font état d'un repli du chiffre d'affaires de 4,4MD à 69,4MD. Cette contreperformance est imputable essentiellement à la diminution des exportations de 4,2MD justifiée par la baisse du prix de vente (indexé sur le cours du LME qui s'est fléchi en 2009). Les ventes locales ont légèrement diminué suite à l'entrée d'un deuxième opérateur, ce qui lui a valu la perte de quelques points de part de marché.

Cette situation s'est nettement redressée en 2010 puisque les ventes sur le marché local ont augmenté de 24% à fin Juin 2010. TPR semble avoir récupéré ses parts de marché perdues.

L'activité export, elle aussi s'est renforcée en augmentant de 23,6% à 12,8MD.

Le groupe TPR dégage une capacité bénéficiaire satisfaisante, une marge nette de 20,5%, un ROE de 22,9%, et dispose d'une situation financière équilibrée.

En ce qui concerne l'unité industrielle libyenne, le projet a été arrêté suite au non respect des accords de mode de gouvernance. Le groupe est à la recherche d'un nouveau partenaire pour la mise en place de cette unité. Toutefois, TPR continuera d'exporter ses produits vers la Libye.

Par contre, le projet de croissance externe en Algérie entrera en production effective avant la fin de l'année 2010.

D'un point de vue boursier, le titre TPR a gagné plus de 14% de sa valeur depuis le début de 2010. Actuellement, il se traite à 14,4 fois ses bénéfices estimés pour 2010 : en décote de 12,7% par rapport à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende appréciable de 4,2%.

Malgré les retards réalisés en Algérie et en Libye pour la concrétisation d'une croissance externe dans ces pays qui devront certainement booster les chiffres du groupe durant les prochaines années, et en tenant compte des bons fondamentaux du titre, nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.



Autres Industries

Air Liquide : Conserver (+)

Actionnariat	
Air Liquide International (59,1%)	
BT (19,1%)	
BNA (16,1%)	
Titres	
Nominal	25
Nombre	954 201
Capitalisation boursière (MD)	277
Cours	
Clôture	290,000
31/12/2009	262,000
Variation	
Début 2010	24,1%
Année 2009	65,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	11,9
Bénéfice 2010	12,5
Capitaux propres	36,3
Dividende	
Montant	9,700
Div Yield	3,3%
Valorisation	
PE 2009	23,3
PE 2010	22,2
P/BV	7,6

Le groupe du producteur de gaz pour l'industrie, la santé et l'environnement a clôturé l'année 2009 avec un bénéfice net de 11,9MD en progression de 35,5% par rapport à 2008.

Durant les 6 premiers mois de 2010, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 12MD, en nette amélioration de 21% par rapport à la même période de 2009 (9,9MD). Une bonne performance imputable à l'évolution de l'activité export de +30% et celle issue du marché local de +18%.

La marge brute s'est appréciée de 4,7 points à 39,9%. En revanche, le résultat net a évolué dans le sens inverse passant de 6,8MD au 30 juin 2009 à 6MD au 30/06/2010. Cette contre-performance est due essentiellement à la baisse des dividendes issus de la filiale Air Liquide Tunisie Services de 1,2MD.

Par ailleurs, l'entrée en exploitation du nouveau site de production des gaz de l'air du principal concurrent de Air Liquide à savoir le groupe allemand « The Linde », aura comme impact une compression des marges du groupe afin de garder sa part de marché.

Au cours du mois de septembre, la société a procédé à une augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour 11 détenues portant le capital social de 21,9MD à 23,9MD. Les nouvelles actions ont porté jouissance à partir du 1^{er} janvier 2010.

D'un point de vue boursier, le titre offre un rendement de dividende de 3,3% sans compter les attributions d'actions gratuites chaque année. Durant les trois dernières années, le titre a affiché une performance boursière à deux chiffres (+36% en 2008, +65% en 2009 et +24% depuis le début de l'année 2010). Actuellement, le titre se valorise à 22,2 fois ses bénéfices estimés pour 2010.

Le seul handicap du titre est sa liquidité réduite. Malgré le dernier point évoqué, nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre sur le fait que c'est une valeur de croissance.



Distribution Automobile

ARTES: Conserver (+)

Actionnariat	
Famille M'ZABI (65,2%)	
Abu Dhabi Fund (9,3%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	25 500 000
Capitalisation boursière (MD)	312
Cours	
Clôture	12,250
31/12/2009	12,100
Variation	
Début 2010	7,2%
Année 2009	38,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	23,4
Bénéfice 2010	24,5
Capitaux propres	78,9
Dividende	
Montant	0,725
Div Yield	5,9%
Valorisation	
PE 2009	13,4
PE 2010	12,7
P/BV	4,0

L'activité du groupe en 2009 a été des prolifiques avec le lancement de 6 nouveaux modèles et la vente de plus de 9000 véhicules. La part de marché de la marque Renault (au niveau des nouvelles immatriculations) s'est améliorée à 20,3% en 2009. Le groupe ARTES a clôturé l'année 2009 avec un bénéfice net de 23,4MD (+11%) affichant ainsi une marge nette de 11,7% et une rentabilité financière très satisfaisante de 29%.

Le premier semestre 2010 s'est caractérisé pour la société mère par des résultats satisfaisants au premier semestre 2010, alliant à la fois une croissance du chiffre d'affaires et rentabilité. Le chiffre d'affaires a plus que doublé à 155,2MD contre 55,6MD au 30/06/2009, ce qui s'explique par la forte progression des ventes de véhicules neufs attribuable essentiellement à la réussite de la Renault SYMBOL.

Malgré le bond de l'activité et la forte concurrence qui règne sur le secteur de distribution automobiles, la société mère a pu maîtriser ses charges d'exploitation et améliorer ainsi ses marges. Le taux de marge brute et la marge opérationnelle se sont appréciés respectivement de 1,3 points à 15,7% et de 3,2 points à 13,2%. Par contre, la marge nette s'est détériorée de 6 points à 15,1% et les produits de placements ont diminué de 23,6% suite à la baisse des dividendes reçus de la filiale ARTEGROS de 2,8MD à 3,5MD.

Pour 2010, nous prévoyons un bénéfice net aux alentours de 30MD (+30%).

Pour ce qui est des perspectives d'avenir, ARTES continuera sa politique de renouvellement des gammes en proposant de nouveaux modèles, ce qui lui permettra de faire face à une concurrence devenue de plus en plus agressive.

En effet, le management a tracé une stratégie axée essentiellement sur la croissance et la rentabilité, le renforcement des parts de marché, et la satisfaction de la clientèle.

Avec un PE de 12,7 fois les bénéfices estimés pour 2010 et un rendement en dividende de 5,9%, l'un des plus élevés du marché, le titre ARTES demeure attractif par rapport à l'ensemble du marché. De plus, il a été parmi les rares valeurs qui n'ont pas performé en 2010 (+7% depuis le début de l'année), ce qui lui présage un potentiel de croissance à moyen terme. Nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.

ENNAKL Automobiles: Conserver (+)

Actionnariat	
Princess Holding (60%)	
Autres actionnaires (40%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	30 000 000
Capitalisation boursière (MD)	399
Cours	
Clôture	13,300
31/12/2009	10,700
Variation	
Début 2010	24,3%
Année 2009	0,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	19,9
Bénéfice 2010	27,6
Capitaux propres	49,0
Dividende	
Montant	0,583
Div Yield	4,4%
Valorisation	
PE 2009	20,1
PE 2010	14,5
P/BV	8,2

Leader du marché de la distribution automobile avec 21% de part de marché en termes de véhicules vendus en 2009 grâce notamment à une offre large gamme de produits multimarques répondant à toutes les exigences de la clientèle tunisienne et Une présence sur le territoire tunisien avec 17 agences de distribution.

ENNAKL jouit d'une situation financière très saine avec des fondamentaux très solides et une rentabilité financière excellente.

Le premier semestre 2010 s'est caractérisé pour la société mère par un chiffre d'affaires en progression de 46% à 213,2MD contre 146MD au 30/06/2009, imputable essentiellement à un bond des ventes de véhicules neufs de 67,4MD à 206,6MD. Ceci a été rendu possible grâce à l'élargissement de la gamme des marques commercialisées, l'amélioration du mix produit ainsi que le développement du réseau de distribution.

Par contre, le taux de marge brute ainsi que la marge opérationnelle se sont détériorés respectivement de 1,2 point à 11% et de 1 point à 6,9%, en raison de la forte concurrence qui règne sur le secteur de la distribution automobile ayant induit à une compression des marges.

Le résultat d'exploitation et le résultat net ont progressé respectivement de 26,8% à 14,7MD et de 50,8% à 13,3MD grâce notamment à la hausse des produits financiers (+15,7%) d'une part et la baisse des charges financières nettes (-66,7%) d'autre part.

D'un point de vue consolidé, le management table sur un chiffre d'affaires de 378MD dont 58% a été réalisé durant les 6 premiers mois de 2010 et un bénéfice net de 27,6MD (réalisé à hauteur de 51,5% à fin juin 2010).

En ce qui concerne la vie boursière, le titre ENNAKL a affiché une performance boursière de 24,3% depuis son introduction à la cote durant le mois de Juillet 2010. En dépit de cette progression du cours, il se valorise à 14,5 fois les bénéfices estimés de 2010, en décote par rapport à l'ensemble du marché et offre un rendement en dividende attrayant de 4,4%.

Compte tenu de tous ses éléments, nous recommandons de **renforcer** votre position



Distribution des Produits de consommation

MONOPRIX: Acheter

Actionnariat	
Groupe Mabrouk - EXIS - (77,1%)	
Titres	
Nominal	2
Nombre	9 245 080
Capitalisation boursière (MD)	488
Cours	
Clôture	52,800
31/12/2009	46,400
Variation	
Début 2010	14,3%
Année 2009	106,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,7
Bénéfice 2010	15,4
Capitaux propres	53,2
Dividende	
Montant	1,160
Div Yield	2,2%
Valorisation	
PE 2009	33,3
PE 2010	31,7
P/BV	9,2

En 2009, le groupe MONOPRIX a affiché un chiffre d'affaires de 385,9MD en progression de 19,6% par rapport à 2008. Malgré cette bonne performance, le taux de marge brute s'est détérioré d'un demi-point à 19,7% conséquence des efforts promotionnels pour faire face à la concurrence. Le groupe a clôturé l'année 2009 avec un bénéfice net part du groupe de 15,3MD ainsi qu'une marge nette de 4%.

Le premier semestre 2010 s'est caractérisé pour la société mère par une hausse du chiffre d'affaires de 19% à 199MD et une progression de la marge commerciale de 24,9% à 31,3MD. Malgré la forte concurrence qui règne sur le secteur de la grande distribution, la société mère a réussi à améliorer son taux de marge commerciale de presque un point à 15,8% (+0,7 point) et sa marge opérationnelle de 0,9 point à 3,1%. Le résultat d'exploitation a quasiment doublé à 6,2MD contre 3,8MD à fin juin 2009 grâce notamment à une bonne maîtrise des charges d'exploitation, malgré une forte progression de l'activité. Le résultat net quant à lui, a progressé de 39,4% à 7,9MD par rapport à la première moitié de 2009.

Le réseau de magasins de MONOPRIX s'est renforcé avec l'ouverture de 3 nouveaux points de vente qui ramène ainsi le réseau à 70 magasins.

Pour l'année 2010, nous prévoyons un bénéfice net aux alentours de 18,5MD (+26%).

Par ailleurs, et afin de diminuer le taux d'endettement, une éventuelle augmentation de capital par souscription en numéraire est envisageable et qui permettra au groupe de renforcer ses fonds propres et améliorer sa structure financière.

Les perspectives de développement du groupe semblent meilleures qu'en 2009. Le management table sur un rythme de croissance entre 20 et 25% pour les prochaines années.

Durant ces dernières années, le titre MONOPRIX a affiché des performances boursières positives à deux chiffres. Actuellement, il se traite à 31,7 fois les bénéfices estimés pour 2010.

Le groupe MONOPRIX jouit d'une bonne assise financière. Il a affiché ces dernières années une croissance soutenue de son chiffre d'affaires malgré une concurrence acharnée. Le récent partenariat avec MONOPRIX France lui permettra d'améliorer ses marges futures. Compte tenu de ce qui précède, et malgré que le titre affiche une surcote par rapport au marché, nous maintenons notre recommandation d'**achat** du titre.



Promotion Immobilière

ESSOUKNA: Conserver (+)

Actionnariat	
SIMPAR (70,9%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	3 006 250
Capitalisation boursière (MD)	21
Cours	
Clôture	7,000
31/12/2009	5,450
Variation	
Début 2010	33,6%
Année 2009	34,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	3,1
Bénéfice 2010	2,6
Capitaux propres	19,0
Dividende	
Montant	0,280
Div Yield	4,0%
Valorisation	
PE 2009	6,8
PE 2010	8,0
P/BV	1,1

L'année 2009 a été une excellente année pour la société qui a réalisé un chiffre d'affaires de 17,3MD en stagnation par rapport à 2008, mais le bénéfice net a réalisé une excellente performance de 35% à 3,1MD, en raison d'un décalage comptable.

Durant la première moitié de l'année 2010 et compte tenu du caractère cyclique de l'activité, le chiffre d'affaires de la société a connu une régression de plus de la moitié suite à la baisse des ventes de logements.

Un autre élément exceptionnel est survenu et qui a impacté les comptes de l'année est celui de la décision de l'AFH d'annuler l'adjudication de 5 lots de terrains sis à El Mourouj arguant le fait qu'une partie du capital de la société est détenue par des personnes de nationalité étrangère (ce qui n'est pas le cas), alors que le cahier des charges de la vente l'interdisait. L'AFH a remboursé à la société un montant de 2MD après avoir retenu les frais d'adjudication ainsi que 10% du prix payé, ce qui lui a accusé une perte exceptionnelle de 465mD. Afin de remédier à cette situation, la société a entamé les démarches nécessaires avec les autorités de tutelle pour reprendre lesdits terrains.

Compte tenu de tout ce qui précède et de la cyclicité de l'activité, le premier semestre s'est soldé avec un bénéfice net de 867mD, soit -50% par rapport à fin juin 2009.

Pour 2010, nous prévoyons un bénéfice net de 2,6MD (soit -25%).

En 2009, le titre ESSOUKNA a affiché une performance boursière de 34,9%. Une croissance qui s'est poursuivie en 2010, puisque le titre a gagné plus de 30% depuis le début de l'année 2010. Malgré cette bonne performance, le titre se valorise à 8 fois le bénéfice estimé de 2010, demeurant ainsi en décote par rapport à ses pairs et à l'ensemble du marché. Il affiche en plus un P/BV de 1,1: Un niveau qui ne tient pas compte des plus values substantielles que recèle le stock de terrains de la société. La société a profité avec les autres filiales immobilières de la BNA, d'un effet de synergie important qui lui a permis de réaliser des résultats en progression à deux chiffres au cours de trois dernières années. En se basant sur les éléments précités, nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.

SIMPAR: Acheter

Actionnariat	
BNA (30,3%)	
Société "Zied" (11,8%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	800 000
Capitalisation boursière (MD)	42
Cours	
Clôture	51,900
31/12/2009	37,400
Variation	
Début 2010	63,0%
Année 2009	58,8%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	5,7
Bénéfice 2010	6,2
Capitaux propres	50,8
Dividende	
Montant	1,750
Div Yield	3,4%
Valorisation	
PE 2009	7,3
PE 2010	6,7
P/BV	0,8

Durant les dernières années, le chiffre d'affaires du leader de la promotion immobilière ne cesse de s'accroître. En 2009, il a augmenté de 9,5% pour s'établir à 61,2MD et le groupe a clôturé l'année avec un bénéfice net de 5,7MD (+18%) affichant ainsi une marge nette de 9% et une rentabilité financière de 11%.

Durant le premier semestre de 2010, les revenus de la société mère ont enregistré une progression de 25% par rapport à fin juin 2009 suite à l'augmentation des ventes des logements de 21%. Les revenus de participations ont eux aussi augmenté de 6%.

La marge brute s'est contractée de 4 points à 41,1% malgré l'annulation par l'AFH de la vente du lot ECH12 sis aux Jardins d'El Menzah.

Le promoteur immobilier a clôturé le premier semestre avec un bénéfice net de 1 973mD en progression de 35,7% par rapport à fin juin 2009.

Pour l'année 2010 dans son ensemble, nous prévoyons un bénéfice net du groupe de 6,2MD (+9%)

Afin de contrecarrer l'activité cyclique de la promotion immobilière, la politique du groupe consiste à mettre en place des projets à différents stades d'avancement. Ceci lui permettra de garantir son chiffre d'affaires pour les prochaines années.

De plus, chaque année, le promoteur immobilier procède à l'acquisition de lots de terrains, pour renforcer ses réserves foncières représentant ainsi des garanties consistantes quant à la pérennité du groupe et la continuité de l'exploitation.

Sur la bourse, le titre SIMPAR a été parmi les plus gros gagnants de l'année 2010, puisqu'il a performé de plus de 60%. En dépit de cette performance remarquable, le titre demeure toujours attractif. Il est valorisé à 6,7 fois les bénéfices estimés pour l'année en cours. Actuellement, il se traite à 51,900D, soit à sa valeur comptable nette qui recèle d'importantes plus values latentes au niveau des stocks de terrains. Compte tenu des fondamentaux solides et d'une rentabilité très satisfaisante dans un marché en forte concurrence, nous maintenons notre recommandation : **Acheter** le titre.

Lexique des recommandations

Acheter :

C'est le moment d'acheter le titre que ce soit pour les investisseurs qui en détiennent dans le portefeuille ou pas.

Conserver (+) :

Renforcer votre position sur le titre. Les investisseurs ayant déjà acquis le titre peuvent en racheter. Ceux qui n'en ont pas, peuvent en détenir mais avec modération.

Conserver :

Conserver votre position sur le titre pour les investisseurs qui ont déjà acquis le titre. Toutefois, ceux qui n'en détiennent pas, il est inutile d'en acquérir.

Conserver (-) :

Alléger votre position sur le titre pour une éventuelle prise de bénéfices. Les investisseurs qui n'en possèdent pas, il vaut mieux s'abstenir.

Vendre :

Céder le titre.