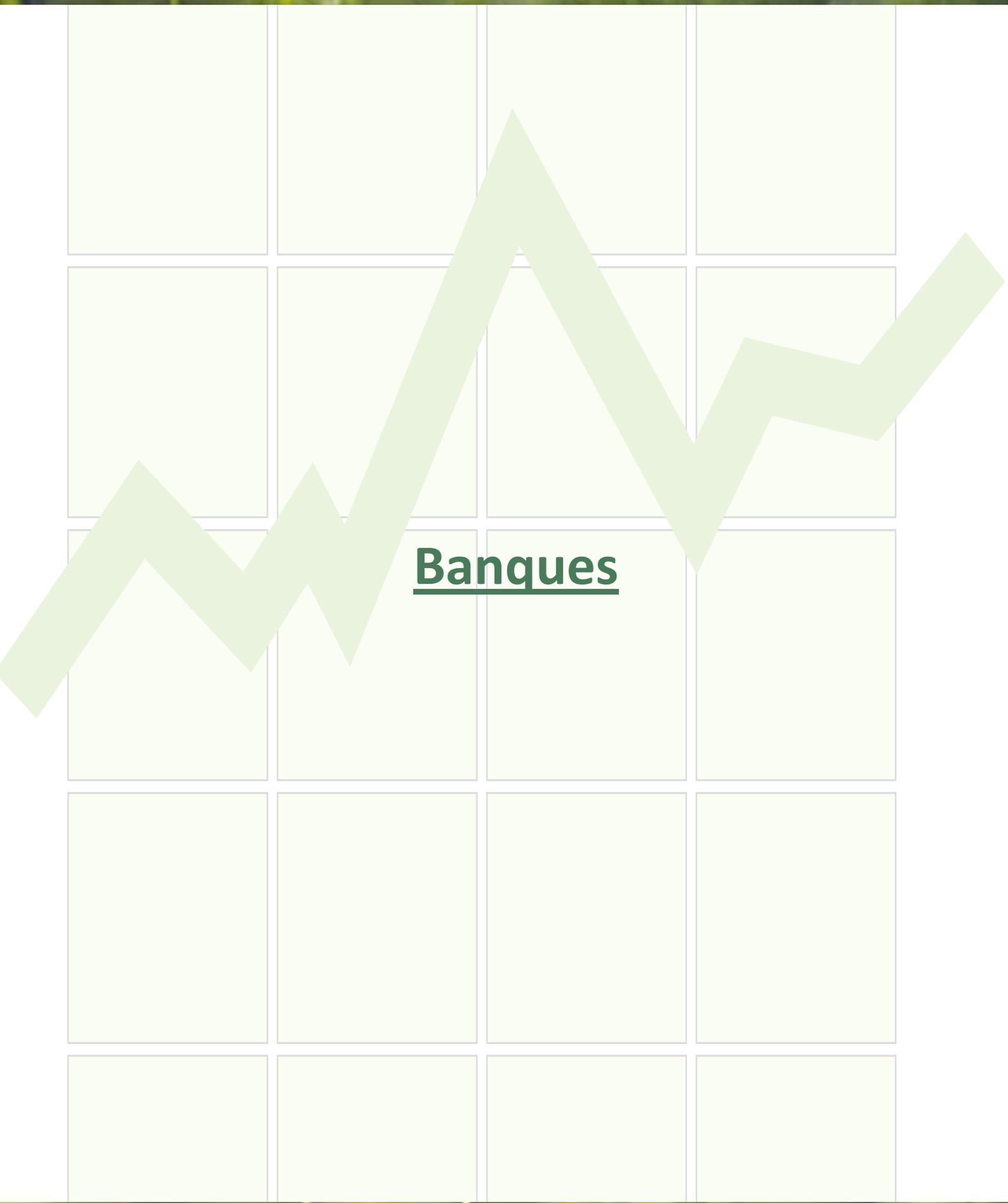




# Recommandations de BNA CAPITAUX

*Nous attirons l'attention de nos chers lecteurs que nos recommandations ont été émises à la lumière des informations disponibles et demeurent tributaires de la relance économique de la Tunisie et du sort de la situation des pays arabes.*



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) 710

### Cours

Clôture 70,990  
31/12/2010 77,450

### Variation

Début 2011 -8,3%  
Année 2010 48,8%

### Chiffres clés (MD)

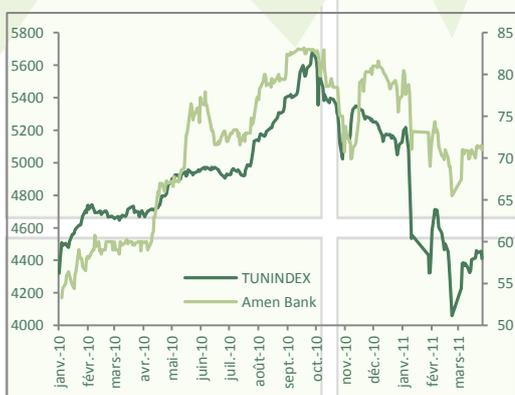
Bénéfice 2009 45,1  
Bénéfice 2010 50,0  
Capitaux propres 350,9

### Dividende

Montant 1,400  
Div Yield 2,0%

### Valorisation

PE 2009 15,7  
PE 2010 14,2  
P/BV 2,0



L'AMEN BANK enregistre, à l'instar de ses paires, de très bonnes performances au terme de cet exercice 2010. Les dépôts et les crédits ont progressé respectivement de 18,2% et 26,1% par rapport à 2009 : des hausses sans doute aidées par l'expansion de son réseau d'agences avec l'ouverture de 15 nouveaux points de vente et qui porte ainsi le réseau à 123 agences. Il est important de signaler que ces performances sont largement supérieures à la croissance moyenne du secteur (+10,4% en termes de dépôts et +19% en termes de crédits).

La progression des dépôts a concerné toutes les catégories. Les dépôts à terme, considérés comme très coûteux commencent à prendre de l'ampleur dans la structure globale des dépôts puisqu'ils représentent plus de la moitié des dépôts.

Le PNB de la banque s'établit à 171MD, soit +21,7% par rapport à 2009. Une progression principalement boostée par la progression de la marge d'intérêt (+28,7% à 92,3MD) et celle sur commissions (+23,4% à 40MD). En matière de productivité, le coefficient d'exploitation s'est nettement amélioré, en baissant à 32,2%, soit -1,7 points par rapport à l'année précédente.

Les événements survenus durant le mois de janvier ont occasionné des dégâts significatifs au niveau de quelques agences. L'ampleur de ces dégâts n'a pas été communiquée.

Les engagements de la banque envers les membres de la famille de l'Ex-Président portent sur 108MD représentant 2,25% du total des engagements de la banque. Sur ces engagements, seulement 2MD sont considérés comme douteux et vont être provisionnés sur les comptes de 2010.

D'un point de vue boursier, le titre s'est fortement apprécié en 2010 (+48,8%) mais depuis le début de l'année 2011 et à la lumière du contexte politico-économique qui prévaut dans le pays, le titre a affiché une régression de 8,3%. Actuellement, le titre se valorise à 14,2 fois les bénéfices estimés pour 2010 : une valorisation en surcote par rapport à celle de l'ensemble du secteur coté (13,1x).

Compte tenu du manque d'informations, nous recommandons de **conserver votre position** dans l'attente d'une meilleure visibilité.

**ATB: Conserver****Actionnariat**

Arab Bank Plc (64,2%)

**Titres**

Nominal	1
Nombre	100 000 000
Capitalisation boursière (MD)	707

**Cours**

Clôture	7,070
31/12/2010	7,980

**Variation**

Début 2011	-11,4%
Année 2010	15,1%

**Chiffres clés (MD)**

Bénéfice 2009	45,8
Bénéfice 2010	59,0
Capitaux propres	309,4

**Dividende**

Montant	0,200
Div Yield	2,8%

**Valorisation**

PE 2009	15,4
PE 2010	12,0
P/BV	2,3



Durant l'année 2010, l'ATB a affiché une régression de ses dépôts de 4,7% passant de 3 033MD à 2 889MD. Une baisse volontaire de la part du management ayant pour but de privilégier les dépôts les moins onéreux et améliorer ainsi le coût de ses ressources. La part de marché de l'ATB en termes de dépôts s'est contractée de 1,3 point à 8,3%.

Par contre, l'encours de crédits de la banque a progressé de 39,6% à 2 322MD, gagnant ainsi 0,96 points en termes de part de marché à 6,7%.

Le PNB de la banque s'est établi à 144,6MD au terme de l'année écoulée en progression de 15,6% par rapport à 2009. Cette amélioration est surtout due à la progression de la marge sur intérêts de 17,2%, mais surtout celle liée aux commissions qui a augmenté de 29,7% et les revenus sur portefeuille (+10,8%). Il est important de rappeler que la banque compte à son actif un important portefeuille en bons de trésor (considéré comme un trésor de guerre) qui lui permet d'être faiblement sensible à une fluctuation des taux d'intérêt. Ainsi, la structure du PNB de la banque est considérée comme atypique puisque 54% de son PNB découle des revenus sur portefeuille en bons de trésor contre 19,6% pour l'ensemble du secteur.

Côté efficacité opérationnelle, le coefficient d'exploitation de la banque s'est amélioré de 2,7 points à 48,7%, mais il demeure néanmoins au-dessus de la moyenne sectorielle (45,7%).

La banque a clôturé l'année avec un bénéfice net de 56,6MD en accroissement de 23,6% par rapport à 2009 dégageant ainsi une rentabilité financière très satisfaisante passant de 17,7% en 2009 à 19,6% en 2010.

En matière de qualité d'actifs, le taux de créances classées s'est amélioré de 1,5 points à 7,1%. Un important effort de provisionnement a été fourni pour couvrir ces créances douteuses : le taux de couverture se situe désormais à 75,2% (contre 73,2% en 2009).

La politique de densification du réseau de la banque s'est accentuée en 2010 puisque 10 nouvelles agences ont été ouvertes portant ainsi le réseau à 110 agences. Néanmoins, le réseau a subi d'importants dégâts au cours des derniers événements suivant la révolution du 14 janvier 2011. En effet, 16 agences ont été endommagées dont 3 totalement brûlées. Le coût total des dégâts a été estimé à 6MD dont 2MD seulement seront supportés par la banque.

En ce qui concerne les engagements de la banque avec la famille du président déchu, ils ont totalisé un montant de 179,7MD représentant 6,3% du total des engagements de la banque. Ces engagements ne présentent pas de risques majeurs selon le management de la banque, puisque 11,7MD seulement ont été classés et provisionnés à hauteur de 6,7MD.

Pour 2011 et malgré l'incertitude qui règne dans le pays et au vu des bonnes réalisations de la banque durant l'année écoulée, nous estimons que la banque est en mesure de maintenir le même niveau de bénéfice de 2010 avec l'appui de son actionnaire de référence Arab Bank Plc (détenant 64,2% du capital de la banque).

Sur le plan boursier, le titre ATB a affiché une performance boursière de 15,1% en 2010. Néanmoins, depuis le début de l'année 2011 et à la lumière de la tendance générale de la bourse, le titre a perdu 11,4% de sa valeur ramenant la valorisation actuelle du titre à 12 fois les bénéfices de 2010 (contre 13,1 pour l'ensemble du secteur) et 2,3 fois les capitaux propres de la banque. Une valorisation que nous jugeons en ligne avec l'ensemble du secteur.

En matière de rémunération des actionnaires, le management a annoncé que les dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2010 pourraient être supérieurs à ceux de l'année dernière.

Compte tenu de tout ce qui précède, nous recommandons de **conserver votre position sur le titre avec une perspective positive** tributaire de la relance économique du pays.

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

Andalucarthage Holding (54,6%)

ICF (4,68%)

Ennakl (2,29%)

**Titres**

Nominal 5

Nombre 33 750 000

Capitalisation boursière (MD) 624

**Cours**

Clôture 18,500

31/12/2010 21,780

**Variation**

Début 2011 -15,1%

Année 2010 1,3%

**Chiffres clés (MD)**

Bénéfice 2009 46,8

Bénéfice 2010 59,0

Capitaux propres 240,8

**Dividende**

Montant 0,000

Div Yield 0,0%

**Valorisation**

PE 2009 13,3

PE 2010 10,6

P/BV 2,6



L'exercice 2010 a vu la progression des différents indicateurs de performance, chez la banque. En effet, au terme de cette année écoulée, la banque a affiché une progression des dépôts (15,6%) à 3 235MD. Une légère dégradation au niveau de la structure a été enregistrée puisque les dépôts les plus rémunérés (en l'occurrence les dépôts à terme) ont pris plus de poids ce qui a entraîné un renchérissement du coût des ressources de la banque. Les crédits ont augmenté de 16,1% au terme de cet exercice 2010 à 2 591MD. Cette performance de l'activité a permis au PNB de s'accroître de 13,1% à 167,3MD au 31/12/2010, par rapport à 2009 (147,9MD). Le PNB a essentiellement été soutenu par l'évolution de la marge sur intérêts +17% à 82,6MD et celle sur commissions de +11,3% à 45,9MD.

Durant l'année 2010, la banque a continué sa politique d'extension de son réseau afin de se rapprocher le plus de sa clientèle avec l'ouverture de 20 nouvelles agences ce qui porte le réseau à 169 agences. Désormais, Attijari Bank détient le réseau le plus dense du pays. Malgré cette densification du réseau, ceci n'a pas empêché la banque à améliorer son coefficient d'exploitation de 100 points de base à 47,8%.

En ce qui concerne la qualité d'actifs, la banque a réussi à améliorer son taux de créances accrochées de 1,1 point à 8,5% grâce à une gestion de risque appliquée et maîtrisée. De plus, un effort soutenu de provisionnement a été fourni pour ramener le taux de couverture de ces créances à 68,1% (contre 64,2% à fin décembre 2009).

Au terme de 2010, la banque devrait afficher un résultat net de 59MD, soit en augmentation de 26% par rapport à l'année 2009. Un résultat net qui reste provisoire puisqu'il n'a pas été encore audité par les commissaires aux comptes de la banque.

Concernant les dégâts enregistrés lors des dernières émeutes qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011, la banque a subi la perte totale de 12 agences dont 6 agences ont été restaurées et remises en activité. Un nombre important de GAB a été saccagé (36), dont 16 sont totalement perdus et seront bientôt remplacés.

Les engagements de la banque envers la famille du président déchu, totalisent 319MD, dont 200MD ont servi à financer l'acquisition d'une part du capital de TUNISIANA. Le reste, consiste en des opérations courantes de décaissement par signature pour diverses activités. Ceci limite qualitativement l'exposition de la banque à une dégradation du risque de contrepartie et aucune provision ne devrait être constituée.

D'un point de vue boursier, le titre présente un PE de 10,6 fois les bénéfices de l'année 2010 en décote de 19% par rapport au secteur, ainsi qu'un P/BV à 2,6. Le cours de l'action a fortement baissé depuis le début de l'année (-15,1%) ce qui le ramène à un niveau attrayant.

Cependant, il est bon de rappeler que l'échéance du remboursement de l'emprunt obligataire convertible en actions émis en 2006 pour un montant de 80MD est pour janvier 2012. Une échéance qui n'est pas lointaine et que les souscripteurs audit emprunt ont le droit de convertir leurs obligations par des actions au prix de 15D. L'exercice de ce droit demeurera tributaire de l'évolution du cours du titre d'ici là surtout dans le contexte actuel du pays où la visibilité de la croissance économique n'est pas très claire. Dans tous les cas de figure et compte tenu de sa solidité financière, la banque pourra faire face à ces engagements et rembourser ses créanciers surtout avec l'appui de son actionnaire de référence Attijariwafa Bank.

Compte tenu de ces éléments et de la valorisation attrayante du titre, nous recommandons de **renforcer votre position**.

**BH: Conserver (+)**

Actionnariat	
Etat tunisien (32,6%)	
ETAP (16,6%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	18 000 000
Capitalisation boursière (MD)	396
Cours	
Clôture	21,980
31/12/2010	29,460
Variation	
Début 2011	-25,4%
Année 2010	8,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	53,3
Bénéfice 2010	44,8
Capitaux propres	411,2
Dividende	
Montant	0,650
Div Yield	3,0%
Valorisation	
PE 2009	7,4
PE 2010	8,8
P/BV	1,0



Les chiffres arrêtés au 31/12/2010, font état d'une progression de 3,3% des dépôts (3 361MD), essentiellement boostée par la progression des dépôts à échéance (+12,9%) à 1 198,3MD malgré la régression des dépôts à vue de 8,7% (798MD). Quant aux crédits, ils sont passés à 3 674MD (+13,3%), principalement par l'augmentation des crédits commerciaux (+23% à 1156MD) et ceux destinés aux promoteurs (+30% à 424MD).

Le PNB de la BH s'est apprécié de 4,2% par rapport à 2009 en atteignant 194,3MD, suite à l'augmentation des revenus sur portefeuille d'investissement de 20,2% et celle des commissions nettes de 6,7%. Le résultat net au 31/12/2010 s'établirait à 44,8MD en régression de 16% par rapport à 2009 suite à l'effort supplémentaire fourni par la banque pour provisionner les engagements classés de la famille du président déchu.

En effet, ces engagements totalisent 231,5MD représentant 4,6% du total des engagements de la banque. Seulement 67MD de ces engagements sont considérés en tant qu'actifs classés et requièrent des provisions de 27,5MD à constituer sur les comptes de l'exercice 2010. Le management de la banque tient à rassurer la place financière que l'ensemble de ces engagements concerne des projets très rentables.

Le coefficient d'exploitation de la BH s'est déprécié de 0,6 points par rapport à l'année 2009, à 42,62% au 31/12/2010, due essentiellement à l'augmentation des frais d'exploitation.

En matière de qualité d'actifs, les données relatives à l'année 2010 n'ont pas été communiquées. Il est bon de rappeler qu'à fin décembre 2009, la banque affiche un taux de créances accrochées de 8,7% qui sont couvertes par les provisions à hauteur de 70%.

La prochaine augmentation de capital qui devrait le porter à 100MD permettrait à la banque d'améliorer son ratio de solvabilité. Un ratio qui, en 2010, s'est dégradé de 0,7 points à 10,09% (contre 10,74% en 2009 et un minimum exigé de 8%).

Les derniers évènements survenus durant le mois de janvier 2011 ont occasionné la destruction de 5 agences dont 2 sont déjà opérationnelles. De plus, 18 DAB ont été endommagés dont 7 remis en service. Le coût total de ces dégâts est estimé à 200mD.

En ce qui concerne le projet de fusion de la BH avec la STB, le management de la banque a annoncé que ce n'est plus à l'ordre du jour. Rappelons que ce projet annoncé au courant du mois de septembre 2010 était une décision présidentielle qui devrait donner naissance à la plus importante banque du pays.

D'un point de vue boursier, le titre BH a fortement baissé depuis le début de l'année (-25,4%) et a été parmi les titres les plus sanctionnés. Désormais, il affiche un PE de 8,8 fois les bénéfices nets estimés pour 2010 : un niveau très attractif par rapport à l'ensemble du secteur coté qui se traite actuellement à 13,1.

Compte tenu de la valorisation actuelle du titre, nous recommandons de **renforcer votre position**.

**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)	1 045
Cours	
Clôture	61,450
31/12/2010	73,000
Variation	
Début 2011	-15,8%
Année 2010	17,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	60,1
Bénéfice 2010	74,5
Capitaux propres	490,9
Dividende	
Montant	2,000
Div Yield	3,3%
Valorisation	
PE 2009	17,4
PE 2010	14,0
P/BV	2,1



Durant l'année 2010, l'encours des crédits de la BIAT a affiché une progression de 12% à 5 601MD. Par contre, les dépôts ont progressé à un rythme moins soutenu +5,5% seulement à 5 602MD. Cette faible hausse résulte de la stratégie volontaire prise par le management de la banque de privilégier les dépôts moins coûteux (dépôts à vue et dépôts d'épargne) au détriment de ceux plus coûteux (dépôts à terme). C'est ainsi que les dépôts à terme ont régressé de 10,3% alors que les dépôts à vue ont augmenté de 14,8% et les dépôts d'épargne +10,8%.

Cette stratégie vise essentiellement l'amélioration du coût des ressources de la banque. Malgré cette faible progression des dépôts par rapport à l'ensemble du secteur (+10,4%), ceci n'a pas empêché la banque à maintenir sa première place en termes de dépôts.

Le dynamisme de la banque a permis au PNB d'afficher une progression de 17,4% par rapport à 2009 à 302,4MD. Une progression qui a été alimentée par l'évolution de la marge d'intérêt (+16%), la marge sur commissions (+16,8%) et les revenus sur portefeuille (+21%). Il est à signaler que durant l'année écoulée, la banque a vendu sa participation dans le capital de STAFIM PEUGEOT avec un prix représentant 15 fois le coût d'acquisition, ce qui lui a rapporté une plus-value considérable.

D'un point de vue productivité, le coefficient d'exploitation de la banque s'est apprécié de 7,4 points à 53% grâce à une meilleure maîtrise des charges opératoires, mais à un niveau qui demeure élevé par rapport à la moyenne du secteur bancaire. Notons en plus que la couverture des frais de personnel par les commissions nettes demeure assez faible, puisqu'elles représentent que 54% seulement de la masse salariale alors que d'autres banques de la place ont déjà dépassé les 100%.

L'année 2010 a été marquée aussi par le redressement fiscal qu'a subi la banque au titre des exercices 2004 à 2008 pour un montant de 28,7MD. Un montant qui a été entièrement provisionné sur les comptes de l'exercice 2010. Signalons que la banque a intenté une action en justice pour défendre ses intérêts.

En ce qui concerne les engagements de la banque envers la famille du président déchu, ils totalisent 350MD représentant 6,5% du total des engagements de la banque. La BIAT a financé 26 sociétés appartenant à 10 groupes de la famille.

Sur le total de ces engagements, seulement 6MD sont considérés en tant que créances accrochées et requièrent des provisions à hauteur de 2,2MD comptabilisés au titre de l'exercice écoulé.

C'est ainsi qu'en matière de qualité d'actifs, la banque est arrivée à afficher un taux CDL de 8,2% et un ratio de provisionnement de 71,3% en légère amélioration par rapport à 2009.

La densification du réseau a été à l'ordre du jour en 2010 puisque 7 nouvelles agences ont été ouvertes portant ainsi le réseau à 138 points de vente.

Compte tenu de la croissance de l'activité et de la charge additionnelle de dotations aux provisions, nous estimons que la banque devrait afficher au titre de l'exercice 2010 un bénéfice net de 74,5MD, en progression de 24%.

Les dernières émeutes survenues au mois de janvier suite à la révolution ont causé à la banque de faibles dégâts comparativement aux autres banques de la place. En effet, seulement trois agences ont été endommagées et 32 DAB ont été détruits dont 23 déjà opérationnels.

D'un point de vue boursier et depuis le début de l'année 2011, le titre BIAT a affiché une performance boursière négative de 15,8%. La participation du groupe Mabrouk dans le capital de la banque, actionnaire de référence, proche de la famille de l'Ex-Président détenant plus de 38% du capital et dont le sort n'est pas assez clair a incité les boursicoteurs à se débarrasser du titre malgré ses bons fondamentaux.

Actuellement, le titre se valorise à 14 fois ses bénéfices estimés pour 2010 et 2 fois ses capitaux propres : une valorisation que nous jugeons peu chère par rapport à l'ensemble du secteur coté (13,1).

Sur la base d'une distribution d'un dividende de 2D par action (que nous estimons très plausible), le titre offre un rendement de 3,3%, un niveau en ligne avec l'ensemble du marché.

Tenant compte d'une valorisation en ligne avec l'ensemble du secteur et malgré des fondamentaux solides de la banque, nous recommandons de **conserver votre position** le titre dans l'attente d'avoir une meilleure visibilité sur l'avenir de la banque.

**BNA: Conserver (+)**

Actionnariat	
Etat Tunisien (65,5%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	32 000 000
Capitalisation boursière (MD)	352
Cours	
Clôture	11,010
31/12/2010	15,000
Variation	
Début 2011	-26,6%
Année 2010	34,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	40,3
Bénéfice 2010	50,0
Capitaux propres	492,9
Dividende	
Montant	0,450
Div Yield	4,1%
Valorisation	
PE 2009	8,7
PE 2010	7,0
P/BV	0,7



La croissance enregistrée durant ces dernières années s'est poursuivie en 2010, puisque la BNA a enregistré des progressions sur l'ensemble de ses indicateurs d'activité.

En effet, l'encours des crédits a affiché une progression de 21,3% à 5 285MD contre une progression pour l'ensemble du secteur de 19,5%. La part de marché de la banque en termes de crédits s'est appréciée de 0,3 points à 15,3% et la BNA maintient ainsi sa deuxième place.

En dépit de sa nomination en tant que banque agricole, le secteur de l'agriculture ne représente que 12,4% des engagements globaux de la banque. Ceci dénote d'une politique de crédits basée sur la répartition des risques sectoriels tout en assurant une stabilité des revenus dans le temps.

Du côté des dépôts, ils ont évolué avec un rythme beaucoup plus faible puisqu'ils n'ont cru que de 8% par rapport à 2009 à 4 749MD. La structure des dépôts demeure toujours marquée par la prédominance des dépôts à moindre coût (dépôts à vue et dépôts d'épargne) et qui représentent 61% du total des dépôts de la banque. Il est clair que la stratégie de la banque étant de favoriser le plus la proportion de ce type de dépôts afin de réduire au maximum son coût des ressources.

En ce qui concerne l'exploitation, la banque a affiché un PNB de 260,6MD en progression de 7,9% par rapport à 2009. Une progression qui a été alimentée essentiellement par la marge d'intérêt (+13MD) ainsi que les revenus sur portefeuille (+4MD). La marge d'intérêt demeure la principale source de revenu de la banque et représente plus de 66% du PNB. Durant les prochaines années et tenant compte d'une concurrence acharnée au niveau de l'activité d'intermédiation bancaire, la BNA devrait trouver de nouvelles sources de revenus afin d'augmenter ses commissions. Rappelons à ce stade que ces dernières n'arrivent même pas à couvrir la masse salariale de la banque (47,2% contre une couverture totale pour certaines banques de la place).

D'un point de vue productivité, le coefficient d'exploitation de la banque s'est apprécié de 2,4 points pour s'établir à 49,1% : fruit d'une meilleure gestion des charges opérationnelles.

En matière de qualité d'actifs, les créances litigieuses de la banque ne représentent que 10,6% du total des engagements et sont couvertes à hauteur de 73,4% par les provisions. Désormais, la banque s'est alignée cette année avec les directives de la banque centrale qui préconisent un taux de créances accrochées de 15% et un taux de couverture par les provisions de 70%.

Ainsi, la banque devrait clôturer l'année avec un bénéfice net aux alentours de 50MD en progression de 24% par rapport à 2009 et dégagerait ainsi une rentabilité financière nette de 9%.

Les derniers événements survenus au courant du mois de janvier 2011 ont causé à la banque d'importants dégâts. 52 agences et 39 GAB ont été endommagés portant ainsi le montant des dégâts à 1,6MD. L'ensemble de ces dégâts seront supportés en totalité par les compagnies d'assurances.

En ce qui concerne les engagements de la banque envers la famille de l'Ex-Président, ils totalisent 336MD représentant 4,8% du total des engagements de la banque. La BNA a financé 65 sociétés appartenant à 10 groupes de la famille. Elle a participé, à l'instar des autres banques de la place, à la création de Carthage Cement pour un montant de 50MD, Orange Tunisie pour un montant de 40MD et Tunisie Sucre 11MD.

Sur le total de ces engagements, seulement 38,8MD sont considérés en tant que créances accrochées et requièrent des provisions à hauteur de 14MD dont 3,7MD déjà comptabilisés en juin 2010 (le reste, soit 10,7MD a été comptabilisé en décembre 2010).

D'un point de vue boursier, le titre BNA a affiché une performance boursière de 34,6% en 2010. Néanmoins, depuis le début de cette année 2011 et vu le contexte politico-économique du pays, le titre a perdu 26,6% de sa valeur le rendant ainsi très attrayant. En effet, le titre BNA se valorise à 7 fois ses bénéfices de 2010 contre 13,1 fois pour l'ensemble du secteur bancaire. Il offre un rendement de 4,1% (sur la base d'une distribution de 0,450D par action) parmi les plus élevés de la place boursière.

Par ailleurs, la participation des investisseurs étrangers dans le capital de la banque s'est renforcée en 2011 à 3,9% (contre 3,6% en décembre 2010). Ceci dénote la confiance de ces investisseurs en ce qui concerne les perspectives de la banque en particulier.

Compte tenu de tout ce qui précède, nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre.

**BT: Conserver**

Actionnariat	
Banque Fédérative du Crédit Mutel (20%)	
Corporation and Investment (11,31%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	112 500 000
Capitalisation boursière (MD)	1 248
Cours	
Clôture	11,090
31/12/2010	1,162
Variation	
Début 2011	-4,6%
Année 2010	20,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	66,1
Bénéfice 2010	56,0
Capitaux propres	444,7
Dividende	
Montant	0,290
Div Yield	2,6%
Valorisation	
PE 2009	18,9
PE 2010	22,3
P/BV	2,8



L'année 2010 a été porteuse pour la plus efficiente des banques tunisiennes. En effet, la BT a réalisé une importante croissance des crédits à la clientèle (+24,9%) à 2 642,5MD. Ceci a permis à la banque d'augmenter sa part de marché à 7,6% et de se positionner désormais à la 6ème place du secteur (contre 7ème place à fin 2009).

Les dépôts ont eux aussi enregistré une performance notable (+27,9%) à 2 419MD contre 10,4% pour l'ensemble du secteur bancaire coté.

Cette performance a été boostée par l'augmentation des dépôts à terme de 11,1% à 1 128MD. Ces dépôts les plus rémunérateurs, prennent plus d'ampleur dans la structure globale des dépôts puisqu'ils représentent 46,6% du total des dépôts (contre 38,4% en 2009).

Le PNB de la banque s'établit à 147,7MD soit en hausse de 11,1% par rapport à l'exercice antérieur. Le PNB a bénéficié de l'augmentation de la marge sur intérêts (+11,5%) à 95,3MD et celle sur commissions (+14,4%) à 32MD.

La BT demeure toujours la référence en matière d'optimisation de ses charges avec un coefficient d'exploitation de 28,9% en appréciation de 0,6 points par rapport à 2009. Pour les prochaines années et compte tenu de la stratégie de la banque visant l'amélioration de la qualité des services bancaires, ce coefficient devrait afficher une légère dégradation mais demeurera très compétitif par rapport aux autres banques de la place.

A fin 2010, la BT affiche un ratio CDL de 5,8% et un taux de couverture par les provisions de 86%.

En ce qui concerne les engagements de la banque au profit de la famille de l'Ex-Président, ils totalisent 228MD à fin février 2011 représentant 7,3% du total des engagements de la banque. Seulement 27,5MD sont considérés comme créances douteuses et devront être provisionnés sur les comptes de l'exercice écoulé.

Compte tenu de la charge additionnelle de provisionnement, nous estimons que le bénéfice net de la banque devrait se situer aux alentours de 56,5MD, soit en régression de 14,5% par rapport à 2009, ce qui grèverait la rentabilité financière de la banque de 3,7 points à 13,7%.

Les derniers événements survenus au courant du mois de janvier 2011 ont occasionnés l'endommagement de 24 agences et 24 DAB pour un coût global estimé à 450MD.

Pour les prochaines années, nous estimons que la nouvelle direction générale de la banque devrait adopter l'ancienne stratégie appliquée par Feu Faouzi BELKAHIA. Une stratégie très conservatrice en terme d'octroi de crédits et qui s'est reflétée au niveau de la qualité d'actifs de la banque avec un ratio de créances accrochées et un taux de couverture qui se comparent favorablement aux standards internationaux.

Depuis le début de l'année, le titre BT a perdu 4,6% de sa valeur contre une dépréciation de l'indice Tunindex de 13,7%. Actuellement, le titre se traite à 22,3 fois les bénéfices estimés pour 2010, affichant une surcote de 70% par rapport au secteur bancaire coté (13,1).

Malgré les bons fondamentaux de la banque et compte tenu de la valorisation actuelle du titre, nous recommandons de **conserver votre position avec une perspective d'évolution positive** tributaire de la relance économique du pays.



## Assurances

**STAR: Conserver**

Actionnariat	
Etat Tunisien (36,6%)	
GROUPAMA (35%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	2 307 693
Capitalisation boursière (MD)	373
Cours	
Clôture	161,800
31/12/2010	187,980
Variation	
Début 2011	-13,9%
Année 2010	32,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	33,7
Bénéfice 2010	38,8
Capitaux propres	198,1
Dividende	
Montant	1,800
Div Yield	1,1%
Valorisation	
PE 2009	11,1
PE 2010	9,6
P/BV	1,9



Durant l'année 2010, la STAR a affiché une progression timide de son chiffre d'affaires de 2,7% par rapport à 2009 à 215,4MD. Une progression qui a été alimentée par la branche Automobiles (+3,8%).

Malgré la baisse des taux d'intérêt aussi bien sur le marché monétaire local que ceux sur le marché des devises, la STAR est parvenue à maintenir ses revenus de placements aux alentours de 29,3MD.

Les charges de sinistres ont baissé de 23,7% par rapport à 2009, année qui a connu la survenance d'un important sinistre relatif à la branche « Incendie ». Ceci a impacté positivement le taux de sinistralité de la compagnie qui passe à 65,6% contre 88,3% à fin décembre 2009.

Il est important de signaler que les récents événements survenus durant la première quinzaine du mois de janvier 2011 auront un impact significatif au niveau des sinistres et vont certainement affecter la rentabilité de la compagnie. Au stade où nous rédigeons ce papier, nous n'avons aucune information concernant le montant global des sinistres et la part qui va être supportée par l'exercice 2010, mais nous estimons que la STAR, vu sa longue expérience dans le domaine, sa solidité financière et l'appui de son actionnaire de référence GROUPAMA, serait en mesure de faire face à cette situation exceptionnelle tout en sachant qu'elle dispose d'une couverture en réassurance bien étudiée.

Actuellement, les fonds propres de la compagnie (194MD compte non tenu du résultat de l'année 2010) représentent 4 fois la marge de solvabilité réglementaire et constitue ainsi un matelas de sécurité largement suffisant pour la continuité de l'exploitation.

D'un point de vue boursier, le titre STAR présente des indicateurs hors norme. En effet le titre affiche un PE de 9,6 fois le bénéfice net prévu pour l'année 2010 et un P/BV de 1,9. Ceci rend le titre parmi les plus attrayants du secteur des assurances.

En dépit d'une valorisation attrayante et de la solidité financière de la compagnie, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'avoir une meilleure visibilité sur le montant global des sinistres ainsi que la politique de la nouvelle équipe managériale qui sera mise en place incessamment à la tête de l'entreprise.



Leasing

**ATL: Conserver (+)**

Actionnariat	
ATB (32,6%)	
ENNAKL (10,7%)	
BNA (10%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	17 000 000
Capitalisation boursière (MD)	86
Cours	
Clôture	5,040
31/12/2010	5,920
Variation	
Début 2011	-14,9%
Année 2010	14,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	6,6
Bénéfice 2010	8,2
Capitaux propres	44,8
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	4,0%
Valorisation	
PE 2009	13,0
PE 2010	10,5
P/BV	1,9



Durant l'année 2010, les mises en force de l'ATL ont affiché une progression notable de 35,4% à 226MD, une progression qui se compare favorablement par rapport à l'évolution générale du secteur du leasing (+42,3% à 1 438,8MD).

Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 16,1% par rapport à 2009 (17,6MD).

En termes de productivité, le coefficient d'exploitation de la société s'est apprécié de 1,4 points à 33,2%, ceci dénote d'une bonne maîtrise des charges opérationnelles et ce malgré l'ouverture des nouvelles agences. Actuellement, l'ATL dispose d'un réseau d'agences composé de 6 points de vente repartis sur l'ensemble du territoire.

En ce qui concerne la qualité d'actifs, l'ATL est parvenu à améliorer son taux de créances classées de 1,5 points à 5,66% (contre 7,12% en 2009). Quant à la couverture de ces créances douteuses par les provisions, elle se situe à 79,9% contre 75,8% en 2009.

Une bonne croissance de l'activité couplée avec une bonne maîtrise des charges et une gestion du risque très rigoureuse ont permis à l'ATL de terminer l'année 2010 avec un bénéfice net de 8 151MD en progression de 24% par rapport à 2009.

En 2010, l'ATL a fait l'objet d'un redressement fiscal sur la période 2006-2009 pour un montant de 2,4MD. Le montant en question a été contesté et selon la direction de la société le risque est réellement de l'ordre de 1MD seulement.

En ce qui concerne l'exposition de la société envers la famille du président déchu, les engagements totalisent 12,3MD au profit de 13 relations. Une seule créance est considérée litigieuse présentant un engagement de 374MD qui a été entièrement provisionné avant 2010. Le reste des engagements concerne des relations courantes et qui ne présentent aucun risque.

Compte tenu du ralentissement économique, la société a révisé à la baisse ses prévisions pour l'année 2011. Une révision qui tient compte du ralentissement de l'investissement privé, une réduction importante des quotas d'importation du matériel roulant et une augmentation vertigineuse du retour des impayés. En effet, les événements survenus au début de l'année 2011 ont conduit plusieurs clients à enregistrer des retards de 1 à 2 mois.

Ces prévisions tablent sur :

- Une baisse du volume d'activité de 47% à 120MD.
- Des revenus nets de leasing en régression de 11,8% à 15,5MD ;
- Une diminution du bénéfice net de 28,6% à 5,8MD.

Nous estimons que ces prévisions sont trop pessimistes et que la société pourra faire face à cette conjoncture exceptionnelle et maintenir un niveau d'activité appréciable compte tenu de son expérience et de son positionnement dans le secteur.

D'un point de vue boursier, le titre ATL s'est déprécié de 14,9% depuis le début de l'année. Actuellement, il se valorise à 10,5 fois ses bénéfices de 2010 contre une valorisation du secteur du leasing de 14,4. Il offre un rendement en dividende de 4% (compte tenu d'une distribution de 0,200D par action), soit plus que le marché dans son ensemble.

Compte tenu de ces éléments, nous recommandons de **renforcer votre position** sur le 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)	100
Cours	
Clôture	24,890
31/12/2010	29,280
Variation	
Début 2011	-15,0%
Année 2010	38,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	7,3
Bénéfice 2010	8,2
Capitaux propres	33,3
Dividende	
Montant	0,720
Div Yield	2,9%
Valorisation	
PE 2009	13,6
PE 2010	12,1
P/BV	3,0



L'année 2010 s'est caractérisée pour la CIL par une progression des mises en force de 28% à 191,3MD. Une progression inférieure à celle affichée par l'ensemble du secteur (+42,3% à 1 438,8MD).

Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 12% par rapport à 2009 pour s'établir à 16,6MD.

La compagnie de leasing affiche un coefficient d'exploitation de 30% (en appréciation de 2,7 points) parmi le plus faible du secteur.

Le taux de créances classées s'établit à 5,44% contre 6,76% en 2009. En ce qui concerne la couverture par les provisions, les chiffres relatifs à l'année 2010 n'ont pas été communiqués, mais à fin juin 2010 le taux de provisionnement s'établit à 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, nous estimons que la société serait en mesure d'afficher un bénéfice net de 8,2MD, en progression de 11,8% par rapport à 2009.

En ce qui concerne les engagements de la société envers la famille de l'Ex-Président, aucune information n'a été communiquée.

Les récents événements survenus au courant du mois de janvier 2011 n'ont pas affecté la continuité d'exploitation de la société. Mais il est important de souligner qu'un éventuel retour des impayés est très probable en raison du ralentissement économique du pays.

L'année 2011 devrait être une année très difficile pour l'ensemble du secteur du leasing en raison du ralentissement du secteur privé et d'une éventuelle réduction des quotas d'importations des véhicules.

Depuis le début de l'année, le cours du titre a perdu 15% de sa valeur. Le titre CIL présente un PE de 12,1 fois les bénéfices nets prévus pour l'exercice 2010 et un P/BV de 3. Ces niveaux sont en moyenne avantageux par rapport au secteur.

Malgré le niveau de valorisation attrayant du titre et en raison du manque d'informations, nous recommandons de **conserver votre position**.

## Tunisie Leasing: Conserver

Actionnariat	
Groupe Amen (51,34%)	
Stusid Bank (9,17%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	7 000 000
Capitalisation boursière (MD)	204
Cours	
Clôture	29,100
31/12/2010	34,890
Variation	
Début 2011	-16,6%
Année 2010	44,6%
Année 2010	
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,2
Bénéfice 2010	14,2
Capitaux propres	96,6
Dividende	
Montant	0,850
Div Yield	2,9%
Valorisation	
PE 2009	14,3
PE 2010	14,3
P/BV	2,1



Durant les six premiers mois de 2010, le groupe a affiché un repli de son bénéfice net de 6% à 7,6MD : 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.

Pour sa part, la société mère a affiché durant l'année 2010 dans son ensemble des mises en force de 294MD en progression de 34,2% par rapport à 2009. La société demeure toujours leader des compagnies de leasing en Tunisie.

Les produits nets de leasing se sont accrus de 12,6% à 40,8MD.

Malgré l'augmentation des charges opérationnelles de 13%, le coefficient d'exploitation est resté quasiment stable à 40,5% : un niveau qui demeure élevé par rapport à l'ensemble du secteur et qui s'explique par l'importance de la taille de la société par rapport à ses concurrentes.

Le taux de créances classées s'établit à 5,07% contre 6,08% en 2009. En ce qui concerne la couverture par les provisions, les chiffres relatifs à l'année 2010 n'ont pas été communiqués, mais à fin décembre 2009 le taux de provisionnement s'établit à 87,9%.

Pour 2010, nous estimons que le groupe serait en mesure d'afficher un bénéfice net de 14MD, soit le même bénéfice qu'une année auparavant.

En ce qui concerne les engagements de la société envers la famille de l'Ex-Président, aucune information n'a été communiquée.

Les récents événements survenus au courant du mois de janvier 2011 n'ont pas affecté la continuité d'exploitation de la société. Mais il est important de souligner qu'un éventuel retour des impayés est très probable en raison du ralentissement économique du pays.

L'année 2011 devrait être une année très difficile en termes de croissance économique du pays en raison du ralentissement du secteur privé et d'une éventuelle réduction des quotas d'importations des véhicules.

De plus et dans le cas d'une propagation du vent de la révolution arabe en Algérie, l'activité de la filiale du groupe Tunisie Leasing dans ce pays « MLA » pourrait sensiblement être affectée. Rappelons que durant ces dernières années, la croissance de l'activité de cette filiale était exponentielle et générait beaucoup de revenus pour le groupe. En 2009, MLA a contribué au résultat du groupe pour 1,7MD en croissance de 20%.

Depuis le début de l'année, le titre Tunisie Leasing a affiché une baisse de 16,6%. Il se traite à des niveaux de valorisation légèrement en dessus du secteur coté : 14,4 fois les bénéfices estimés pour 2010. Il offre en plus un rendement en dividende de 2,8%.

Nous recommandons de **conserver votre position** dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la situation économique en Tunisie et en Algérie.



**Holding**

**PGH : Conserver**

Actionnariat	
Famille BEN AYED (36%)	
Famille BOUZGUENDA (20%)	
Famille BOURICHA (19%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	166 670 000
Capitalisation boursière (MD)	1 283
Cours	
Clôture	7,700
31/12/2010	9,300
Variation	
Début 2011	-17,2%
Année 2010	36,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	76,3
Bénéfice 2010	85,0
Capitaux propres	427,8
Dividende	
Montant	0,275
Div Yield	3,6%
Valorisation	
PE 2009	16,8
PE 2010	15,1
P/BV	3,0



Durant le 1er semestre 2010, le groupe a réussi à réaliser un chiffre d'affaires consolidé de 559,1MD (+24,4%) et à améliorer aussi bien la marge brute et l'EBITDA respectivement de 26% à 191,8MD et de 32,7% à 94,4MD, suite à la stabilisation des principaux cours de 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.

A partir du 2ème semestre, l'évolution de l'activité a été moins soutenue que prévue suite à la hausse des cours des matières premières et du dollar, l'entrée tardive des nouveaux projets ainsi que les difficultés rencontrées pour les sociétés implantées en Algérie et en Libye. Le chiffre d'affaires arrêté au 31/12/2010 s'établit à 1 181,2MD contre 972,6MD pour la même période de l'année précédente, soit une évolution de 21% qui s'explique principalement par l'augmentation du volume d'affaires et l'entrée en exploitation des nouveaux investissements. Nous estimons que le résultat net consolidé sera aux alentours de 85MD.

Du côté des investissements, le groupe a réalisé des investissements pour un montant de 118,4MD, soit une baisse de 29,3% par rapport à 2009.

Par ailleurs, au mois de décembre 2010 le groupe PGH a racheté AGROMED : une société faisant partie du groupe ABDENNADHER en difficulté financière et ce pour une enveloppe de 22MD. Cette acquisition devrait permettre au groupe de renforcer sa position au niveau du secteur et accroître sa part de marché qui est de 10% seulement très loin derrière Délice Danone avec 75%.

Malgré que les actifs du groupe PGH en Tunisie n'aient subi aucuns dégâts lors des derniers événements, la production de la totalité des usines du groupe, a subi une baisse d'activité qui s'explique par des arrêts de production à cause des conditions de sécurité d'une part et des mouvements sociaux (grèves et blocage d'usine par des demandeurs d'emplois) notamment dans 4 usines du groupe d'autre part.

La situation actuelle en Libye a poussé le groupe à la suspension de toutes les activités des 9 sociétés de PGH, dont 3 sont en cours de réalisation ainsi que le rapatriement de l'ensemble du personnel tunisien. Le chiffre d'affaires provenant des projets libyens représente 6% du chiffre d'affaires consolidé 2010 et contribuent à hauteur de 3,5% du résultat net consolidé 2010.

Pour 2011 et compte tenu de la persistance de la situation d'instabilité actuelle en Libye, d'une conjoncture économique nationale difficile ainsi que la volatilité des cours mondiaux des matières premières, nous estimons que les chiffres annoncés par le groupe lors de la dernière communication financière devraient être révisés à la baisse.

D'un point de vue boursier, le titre se valorise à 15,1 fois ses bénéfices estimés pour 2010: des niveaux en légère surcote par rapport à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende de 3,6% : un niveau que nous jugeons acceptable. Le groupe PGH présente un portefeuille d'activité largement diversifié et affiche un gearing supérieur à 100%. Nous recommandons de **conserver votre position** en attendant d'avoir une meilleure visibilité sur la suite des événements qui secouent actuellement les pays de la région.



# Industrie Agro-alimentaire

**SFBT: Conserver (+)**

Actionnariat	
Groupe CASTEL (49%)	
BNA (13,6%)	
STAR (8,6%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	56 000 000
Capitalisation boursière (MD)	688
Cours	
Clôture	12,290
31/12/2010	12,490
Variation	
Début 2011	-1,6%
Année 2010	15,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	68,1
Bénéfice 2010	74,9
Capitaux propres	384,0
Dividende	
Montant	0,600
Div Yield	4,9%
Valorisation	
PE 2009	10,1
PE 2010	9,2
P/BV	1,8



L'année 2010 a été marquée pour la société mère par une progression du chiffre d'affaires à 207,9MD contre 180,5MD en 2009 soit une hausse de 15,1%. Une performance imputable essentiellement à la forte progression des ventes locales de boissons gazeuses +23,7MD (103,1MD) suite au réajustement des prix et de l'augmentation des quantités d'une part et des ventes de bières locales qui ont progressé de 3,7MD à 65,3MD malgré l'arrivée de la concurrence sur ce segment d'activité. Par ailleurs, grâce à la nouvelle bière FLAG en boîte, les ventes de bière destinées à l'export ont bondi de 17,7%.

Au 31/12/2010, la société mère SFBT affiche un résultat d'exploitation de 41,9MD contre 39,6MD soit une hausse 5,9%. Quant au résultat net, il a enregistré une timide progression de 2,7% à 55,4MD contre 55,9MD en 2009.

Pour le groupe en 2010, nous estimons un bénéfice net aux alentours de 80MD en progression de 5,6%. 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.

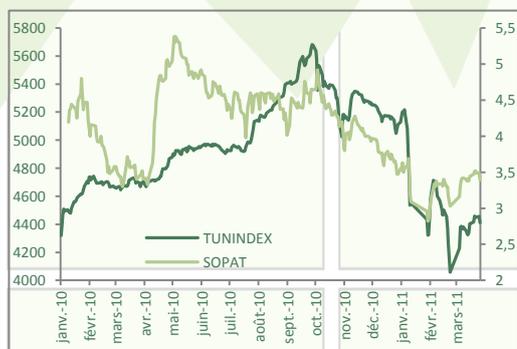
Concernant les récents événements, le groupe SFBT a enregistré sur les deux premiers mois de 2011 une baisse de ses ventes de boissons gazeuses et jus et de Eaux minérales respectivement de -4,03% à 323 059 Hectolitre et de -4,69% à 375 990 Hectolitre par rapport à la même période en 2010. Par contre, les ventes de bières sont restées quasiment stables à 167 182 Hectolitres. Cette situation est attribuable aux difficultés que traverse le secteur du tourisme d'une part et les dégâts subis par de nombreuses grandes surfaces qui ont entraîné leur arrêt d'activité d'autre part. De plus les événements en Libye impactent négativement les exportations de bières sans alcool.

Ces facteurs vont certainement impacter les ventes de boissons gazeuses et celles des bières sur les mois à venir, mais sur une année pleine, l'activité sera tributaire de la relance du tourisme et de la bonne suite des événements en Libye. Toutefois, la structure financière du groupe qui se caractérise par un endettement net quasiment vierge lui permet de générer des cash-flows très importants et faire face à cette conjoncture très spéciale.

En dépit de la situation actuelle, l'investissement dans le titre SFBT se justifie principalement par un positionnement solide sur un marché défensif, ainsi qu'une politique de diversification des produits pour se prémunir contre le changement d'habitude des consommateurs. De plus le titre se traite 9,2 fois ses bénéfices de 2010 en décote par rapport à l'ensemble du marché et offre un rendement en dividende de 4,9% : un des plus fort rendement de la place. Nous recommandons de **renforcer votre position sur le titre SFBT** considéré comme une valeur de rendement.

**SOPAT: Conserver (+)**

Actionnariat	
GALLUS SA (65,3%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	11 812 500
Capitalisation boursière (MD)	40
Cours	
Clôture	3,390
31/12/2010	3,540
Variation	
Début 2011	-17,5%
Année 2010	-4,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	2,3
Bénéfice 2010	3,9
Capitaux propres	15,3
Dividende	
Montant	0,120
Div Yield	3,5%
Valorisation	
PE 2009	17,5
PE 2010	10,4
P/BV	2,6



En 2010, le chiffre d'affaires de la SOPAT a été de 54MD contre 45,3MD en hausse de 19% imputable essentiellement à un bond de 78% des ventes d'aliments et poussins d'un jour, ainsi qu'une progression des ventes du poulet en chair et de produits élaborés de 4,12MD à 43,6MD. Par ailleurs, l'augmentation des prix d'achat des matières premières notamment le maïs et le soja ainsi que l'achat du poulet vivant sur l'année écoulée impactera négativement les marges de la société.

Sur le volet de l'endettement, la société a enregistré une hausse de ses engagements bancaires de 4,7MD à 15,1MD au 31/12/2010 contre 10,4MD en 2009. La charge d'intérêt de ce lourd endettement plombe le résultat net de la SOPAT qu'on estime aux alentours de 3,8MD en 2010.

Le 2<sup>ème</sup> semestre 2010 a été marqué par trois événements importants à savoir :

- L'acquisition d'un abattoir de viande rouge (bovin et ovin) dont le coût est estimé à 1,2MD ;
- Le transfert du titre SOPAT du marché Alternatif au marché principal de la bourse de Tunis, ce qui témoigne de la confiance des investisseurs dans les perspectives d'avenir de la société ;
- L'augmentation du capital social de la société à concurrence de 1 312 500 dinars en numéraire pour le porter de 10 500mD à 11 812,5mD par la création de 1 312 500 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 DT chacune et qui porteront jouissance le 1<sup>er</sup> janvier 2010. Le prix d'émission a été fixé à 3 dinars, soit 1 dinar de nominal et 2 dinars de prime d'émission. Cette opération permettra à la société de disposer d'une structure financière qui sera supportable pour le développement de ses activités sans avoir recours à l'endettement.

Concernant les récents événements, aucun dégât n'a été observé au niveau de l'activité de l'entreprise aussi bien élevage que la chaîne de production. Pour 2011, la société va continuer ses efforts d'investissement surtout au niveau de l'activité élevage et l'innovation en nouveaux produits et produits élaborés.

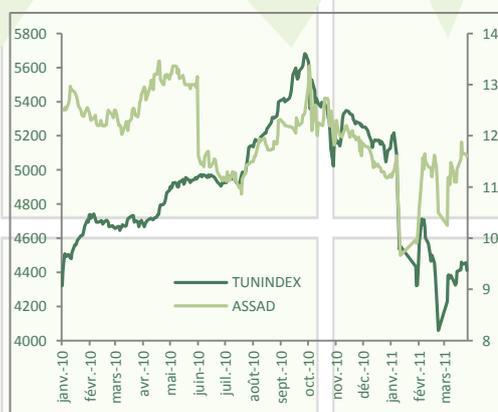
D'un point de vue boursier, le titre affiche un PE de 10,4 fois les bénéfices estimés pour 2010 : une valorisation jugée bon marché par rapport à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende de 3,5%. Compte tenu des perspectives de croissance et malgré le fait que la société évolue dans un marché fortement concurrentiel et la structure financière fragile de la société, nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre que l'on considère comme valeur défensive.



# Industries des Composantes Automobiles

**ASSAD: Conserver**

Actionnariat	
Famille KALLEL (64%)	
Evolia Holding (5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	11 000 000
Capitalisation boursière (MD)	128
Cours	
Clôture	11,600
31/12/2010	11,250
Variation	
Début 2011	3,1%
Année 2010	1,8%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	9,3
Bénéfice 2010	10,2
Capitaux propres	34,9
Dividende	
Montant	0,370
Div Yield	3,2%
Valorisation	
PE 2009	13,8
PE 2010	12,5
P/BV	3,7



En 2010, le groupe ASSAD a continué sur sa lancée et a consolidé sa position de leader du marché des batteries de démarrage. Ainsi, le chiffre d'affaires consolidé et le résultat net devraient s'établir respectivement aux alentours de 73MD et 9,5MD. Pour se faire, le groupe a tiré profit de la progression des ventes à l'export essentiellement à sa filiale Algérienne et la hausse de la production annuelle grâce à l'exploitation des nouveaux équipements. Par ailleurs, le groupe jouit d'une structure financière saine (Gearing < 50%) qui lui accorde une bonne capacité d'endettement et qui facilitera la mise en place de nouvelles politiques d'investissement.

Concernant les événements de janvier 2011 et leur impact sur l'activité du groupe et suite à une suspension de la production d'une semaine, les quantités produites de batteries pour le mois de janvier ont enregistré une baisse de 9% par rapport au mois de janvier 2010, soit 97 306 batteries. Pour le marché à l'export, aucune commande n'a été annulée, mais certaines livraisons ont dû être reportées suite aux perturbations connues par le port de Rades. Les expéditions ont repris à partir du 19 janvier, date de reprise de l'activité portuaire.

La situation en Libye n'a pas d'impact significatif sur l'activité du groupe. En effet, le groupe ASSAD exporte vers la Libye en moyenne 70 000 batteries par an qui peuvent être écoulées sur d'autres marchés vu que la demande est supérieure à l'offre. Par contre, le risque de contagion de la révolution en Algérie peu affecter considérablement l'activité du groupe ainsi que ses prévisions futures. Toutefois, actuellement la filiale algérienne a enregistré une hausse du chiffre d'affaires et une amélioration du résultat net en 2010. Le mois de janvier a été marqué par l'ouverture de la nouvelle succursale à Setif, et la concrétisation du projet d'extension de l'unité de production pour satisfaire la demande locale. Le lancement de ce projet est prévu pour l'année 2012.

Sur l'année 2011, le groupe ASSAD prévoit une progression de la production de 150 000 unités soit 800 000 batteries et des résultats en ligne avec les perspectives.

D'un point de vue boursier, le titre ASSAD se traite à 11,600D correspondant à un PE 12,5 fois les bénéfices estimés pour 2010, et affiche un rendement en dividende attrayant 3,2%.

Compte tenu des performances du groupe, de la bonne assise financière, d'une rentabilité financière satisfaisante et dans l'optique du respect du plan de développement en Algérie, Nous recommandons de **conserver votre position** dans l'attente d'avoir une meilleure visibilité sur la situation en Algérie.



# Industries de Matériaux de construction

**TPR: Conserver**

Actionnariat	
Famille BAYAHY (76,5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	37 000 000
Capitalisation boursière (MD)	188
Cours	
Clôture	5,070
31/12/2010	5,750
Variation	
Début 2011	-11,8%
Année 2010	10,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,1
Bénéfice 2010	15,5
Capitaux propres	75,9
Dividende	
Montant	0,250
Div Yield	4,9%
Valorisation	
PE 2009	13,3
PE 2010	12,1
P/BV	2,5

Les réalisations de 2010 font état d'une progression du chiffre d'affaires de 17,8MD à 87,1MD après une année 2009 marquée par un repli de l'activité. La hausse des ventes locales de 26% à 60,5MD consolide le leadership de TPR sur le marché Tunisien suite à l'entrée d'un nouveau concurrent en 2009 qui n'a pas convaincu les acteurs du marché de BTP. Les ventes à l'export ont progressé de 26% à 26,6MD tirant profit de la hausse des prix de vente indexé sur le cours de LME qui ont augmenté en 2010. Par ailleurs en 2010, les investissements corporel et incorporel ont progressé de 4,8MD à 7,1MD notamment dans une nouvelle presse qui permettra d'augmenter la capacité de production du groupe.

Concernant les événements de janvier 2011, les actifs de TPR n'ont subi aucun dommage ni dégât et l'activité a repris normalement le lundi 17 janvier 2011. Toutefois, le ralentissement de l'activité économique au niveau national et la situation actuelle en Libye impacteront négativement les réalisations du groupe en 2011. Par contre, le projet de croissance externe en Algérie qui est prévu avant la fin de l'année 2011 pourra atténuer la baisse des ventes à l'export sous condition que le vent de la révolution arabe n'atteigne pas l'Algérie.

Malgré un environnement économique défavorable, on estime que le groupe TPR dégage une capacité bénéficiaire satisfaisante et dispose d'une situation financière équilibrée. De plus le titre TPR se traite à 12,1 fois ses bénéfices estimés pour 2010 et offre un rendement en dividende appréciable de 4,9%. En tenant compte des bons fondamentaux du titre et d'un démarrage effectif de l'unité Algérienne en 2011, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre en attendant d'avoir une meilleure visibilité sur le contexte algérien.





## 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)	292
Cours	
Clôture	306,000
31/12/2010	301,300
Variation	
Début 2011	1,6%
Année 2010	28,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	11,9
Bénéfice 2010	12,5
Capitaux propres	36,3
Dividende	
Montant	9,700
Div Yield	3,2%
Valorisation	
PE 2009	24,5
PE 2010	23,4
P/BV	8,0



La société Air Liquide a clôturé l'année 2010 avec un chiffre d'affaires de 24,3MD contre 23MD en 2009, soit une hausse de 4,6% imputable essentiellement à l'évolution des ventes à l'export de 10,1% à 8,6MD. Par contre, le volume de production s'est contracté de 912 tonnes.

Par ailleurs et en termes consolidés, nos estimations tablent sur un chiffre d'affaires pour le groupe Air Liquide de 56,2MD grâce notamment à l'entrée en exploitation en année pleine de la filiale Air Liquide Séparation. De plus et depuis le début du mois de novembre 2010, une nouvelle unité de conditionnement de gaz spéciaux est entrée en exploitation : une première mondiale en terme de technologie de fabrication.

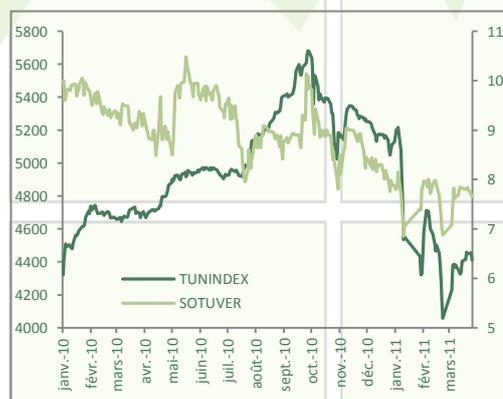
Les événements du début de l'année 2011 n'ont eu aucun impact significatif sur l'activité du groupe et sur son programme de développements. Ainsi, le projet d'installation de la nouvelle unité de production est maintenu. Rappelons que cette unité va d'une part, sécuriser la production de la société, qui s'appuie actuellement sur une seule unité de production, et d'autre part satisfaire l'évolution de la demande. Le Groupe Air Liquide a alloué une enveloppe de 17MD qui sera réparti sur les prochaines années pour le financement dudit projet.

Pour 2011, nous estimons que le ralentissement de la croissance économique Tunisienne n'aura pas d'impact significatif sur l'activité du groupe par contre 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.

D'un point de vue boursier, le titre se valorise à 23,4 fois son bénéfice estimé pour 2010 et offre un rendement de dividende de 3,2% sans compter les attributions d'actions gratuites chaque année. La société bénéficie du soutien de son actionnaire de référence à savoir Air Liquide International, leader mondial des gaz pour l'industrie, la santé et l'environnement, qui lui assure une récurrence des revenus et un transfert des technologies les plus pointues en la matière. Le seul handicap du titre est sa liquidité réduite. Malgré le dernier point évoqué, nous maintenons notre recommandation de **renforcer votre position** sur le titre considéré comme une valeur de croissance.

**SOTUVER : Conserver**

Actionnariat	
CFI (87,3%)	
Hafed HMAIED (5,8%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	12 632 500
Capitalisation boursière (MD)	97
Cours	
Clôture	7,660
31/12/2010	7,900
Variation	
Début 2011	-3,0%
Année 2010	-20,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	6,1
Bénéfice 2010	6,7
Capitaux propres	24,3
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	2,6%
Valorisation	
PE 2009	15,8
PE 2010	14,4
P/BV	4,0



Au 31/12/2010, le chiffre d'affaire de la SOTUVER a diminué de 1,9MD à 24,5MD contre 26,5MD en 2009 imputable essentiellement à la baisse des ventes à l'export de 3,6MD à 5,3MD. Par contre les ventes locales ont évolué de 1,7MD à 19,3MD. Cette situation s'explique par le fait que la société a choisi de satisfaire le marché local au détriment de l'export suite l'arrêt du four, début novembre 2010, pendant 47 jours pour la révision de fin de campagne (7 à 8 ans).

Du côté des investissements, la SOTUVER a alloué une enveloppe de 6MD en 2010 et qui portent essentiellement sur la révision des installations, l'augmentation de la capacité de production ainsi que le renforcement des moyens de contrôle de la qualité pour répondre aux exigences de plus en plus serrées du marché de l'emballage alimentaire. Malgré l'importance de ces investissements la société a réussi à diminuer son endettement de 555mD à 10,4MD.

Sur un autre volet, et afin de redorer son image d'entreprise responsable, la SOTUVER a mis en place en 2009 une structure de collecte de verre, qui a récolté 5 000 tonnes en 2009 (objectif 10 000 tonnes en 2010), et élaborer un plan de développement de nouvelles sources d'énergie moins polluantes et plus économes (en collaboration avec l'agence nationale de maîtrise de l'énergie).

Concernant les récents événements qui ont suivi le départ du président déchu, la société n'a subi aucun dégât et continue à assurer son activité dans des conditions tout à fait normales.

Pour 2011, on estime que l'entretien du four permettra au leader national de la verrerie d'honorer ses engagements sur le moyen terme mais la vétusté de ce dernier exige l'acquisition d'un 2ème four qui va assurer la continuité d'exploitation de l'entreprise.

D'un point de vue boursier, et depuis le rachat de la société par le groupe BAYAH au début de l'année 2009, le cours de la SOTUVER a presque quintuplé pour atteindre les 94,950 dinars début juin 2010. Afin d'améliorer la liquidité du titre, la société a procédé en juillet 2010 à un split du titre pour porter la valeur nominal de 10 dinars à 1 dinar. Malgré l'amélioration des résultats de la société et la baisse de son niveau d'endettement suite à son rachat, de nombreux défis restent à soulever à savoir l'acquisition d'un 2ème four et le développement des ventes à l'export. Compte tenu de ce qui précède, nous maintenons notre recommandation de **conserver le titre avec une perspective positive.**



# 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)	269
Cours	
Clôture	10,550
31/12/2010	12,430
Variation	
Début 2011	-15,1%
Année 2010	8,7%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	23,4
Bénéfice 2010	30,4
Capitaux propres	78,9
Dividende	
Montant	0,725
Div Yield	6,9%
Valorisation	
PE 2009	11,5
PE 2010	8,9
P/BV	3,4



Au 31/12/2010, le chiffre d'affaires de la société ARTES s'est accru de 16,8% à 195,7MD contre 167,5MD en 2009. Une hausse qui s'explique par la forte progression des ventes de véhicules neufs et attribuable essentiellement à la réussite de la Renault SYMBOL. Par ailleurs, et malgré une concurrence plus ardue entre les concessionnaires automobiles, ARTES a réussi à améliorer sa marge commerciale de 2,4 points à 16,8%. Au 3ème trimestre, la marque au losange a lancé sur le marché tunisien la berline tricorps « Renault Fluence » et la nouvelle « Renault Latitude ». Pour 2010, nous prévoyons un bénéfice net aux alentours de 30MD (+30%).

Pour 2011, les perspectives de développement de ARTES semblent compromises. En effet, le manque de visibilité suite à la révision par le gouvernement tunisien de la politique d'affectation des quotas d'importation, après des années de déplacement du régime déchu, ne nous permet pas de mesurer l'impact réel sur l'activité future de ARTES. Toutefois, la société jouit d'une structure financière saine et d'un endettement vierge qui lui permet de faire face à la conjoncture économique difficile que rencontre actuellement le secteur de distribution automobile.

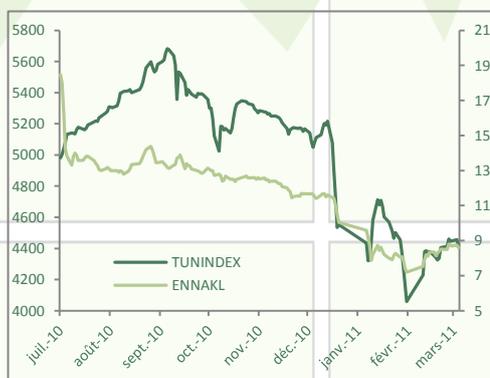
Il est important de souligner que la société est bien placée sur le marché Tunisien avec une représentation de trois grandes marques internationales (Renault, Nissan et Dacia).

Côté boursier, le titre ARTES se traite avec un PE de 8,9 fois les bénéfices estimés pour 2010 et offre un rendement en dividende de 6,9%, l'un des plus élevés du marché. Le titre ARTES demeure attractif par rapport à l'ensemble du marché.

En se basant sur les éléments énoncés nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'avoir une meilleure visibilité quant au sort du secteur de la distribution automobile en Tunisie.

**ENNAKL Automobiles: Conserver**

Actionnariat	
Princess Holding (60%)	
Autres actionnaires (40%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	30 000 000
Capitalisation boursière (MD)	258
Cours	
Clôture	8,610
31/12/2010	11,680
Variation	
Début 2011	-26,3%
Année 2010	9,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	19,9
Bénéfice 2010	27,6
Capitaux propres	78,9
Dividende	
Montant	0,583
Div Yield	6,8%
Valorisation	
PE 2009	13,0
PE 2010	9,4
P/BV	3,3



La société ENNAKL Automobiles a enregistré en 2010 un chiffre d'affaires de 411,5MD, soit une progression de 30,1% par rapport à 2009. Cette performance se justifie essentiellement par l'élargissement de la gamme des marques commercialisées notamment l'introduction de la marque SEAT, l'amélioration du mix produit ainsi que le développement du réseau de distribution qui atteint désormais 19 agences officielles. La marge commerciale est restée quasiment stable à 12,3% du fait des nombreuses actions promotionnelles et de la rude concurrence entre les concessionnaires automobiles.

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).

Suite aux événements survenus durant le mois de Janvier 2011, le groupe ENNAKL Automobiles a constaté une perte de 20 unités du stock de véhicules dont 8 Porsche et 12 Seat pour une valeur estimée à 1,5MD. Par ailleurs, une éventuelle nationalisation de la société, suite à la fuite de la famille du président déchu qui détenait à travers Princess Holding El Matri 60% du capital, pourrait conduire à un changement de la stratégie de développement annoncée par le groupe lors de son introduction en bourse. De plus, la remise en cause des quotas d'importation octroyés au groupe pour l'année 2011 devrait impacter négativement l'activité du groupe. Nous estimons que le groupe ENNAKL perdra sa position de leader de marché de la distribution automobile (21% en 2009) et que le business plan communiqué lors de l'introduction devrait être actualisé en prenant en compte les nouvelles données économiques. Toutefois, tous ces éléments ne remettent pas en cause la continuité d'exploitation de la société de plus que le groupe ENNAKL jouit d'une situation financière très saine avec des fondamentaux très solides.

En ce qui concerne la vie boursière, le titre ENNAKL a affiché une performance boursière de 9,2% en 2010 et a été parmi les plus sanctionnés depuis le début de l'année 2011 (une baisse de 26,3%). Il se valorise à 9,4 fois les bénéfices estimés de 2010, en décote par rapport à l'ensemble du marché et offre un rendement en dividende très attrayant de 6,8%. Compte tenu de tous ses éléments, nous recommandons de **conserver votre position** en attendant plus de visibilité sur le nouveau dispositif d'octroi des quotas d'importation d'automobiles et un éclaircissement sur le sort du noyau dur de l'actionnariat.



# Distribution des produits de consommation

**MONOPRIX: Conserver**

Actionnariat	
Groupe Mabrouk - EXIS - (77,1%)	
Titres	
Nominal	2
Nombre	9 245 080
Capitalisation boursière (MD)	348
Cours	
Clôture	37,650
31/12/2010	8,600
Variation	
Début 2011	-12,4%
Année 2010	-6,8%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,7
Bénéfice 2010	18,0
Capitaux propres	53,2
Dividende	
Montant	1,160
Div Yield	3,1%
Valorisation	
PE 2009	23,7
PE 2010	19,3
P/BV	6,5



Au 31/12/2010, le chiffre d'affaires de la société MONOPRIX s'établit à 419,1MD en hausse de 11%. On estime que cette performance sera accompagnée par une amélioration de la marge commerciale et ce malgré la forte concurrence qui règne sur le secteur de la grande distribution. Notons qu'au courant de 2010, le réseau de magasins MONOPRIX s'est renforcé avec l'ouverture de 3 nouveaux points de vente qui ramène ainsi le réseau à 70 magasins.

Le bénéfice net devrait être aux alentours de 18,5MD en dépit de la hausse des charges financières de 43,5% à 1,5MD. 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.

Concernant les récents événements de janvier 2011, des dégâts importants ont été enregistrés au niveau de 13 magasins dont 4 incendiés. Le montant des dégâts matériels (équipements et marchandises) serait de l'ordre de 10MD nets d'assurance : le groupe étant couvert à hauteur de 50% contre le risque d'émeutes et à 100% contre le risque d'incendie et saccages.

Pour l'année 2011, les perspectives de développements annoncées par le groupe semblent compromises et ce malgré la reprise en activité de plusieurs points de vente. Par contre, le ralentissement de l'économie et le spectre d'un gel des avoirs de Marwen MABROUK, gendre du président déchu et un des principaux actionnaires de MONOPRIX remet en cause le rythme de développement de l'activité du groupe.

D'un point de vue boursier, le titre MONOPRIX a été parmi les plus sanctionnés par le marché (-12,4%) ce qui ramène sa valorisation à 19,3x les bénéfices estimés de 2010.

Par ailleurs et tenant compte de la situation exceptionnelle que traverse la société suite aux divers dégâts enregistrés lors de la révolution du 14 Janvier 2011, le conseil d'administration a décidé de ne pas distribuer cette année de dividendes. En revanche, il a été décidé d'augmenter le capital social de 9,2MD par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour deux anciennes détenues. Ces nouvelles actions porteront jouissance à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011.

Au-delà de l'incertitude qui plane sur l'évolution de sa future structure actionnariale, le groupe Monoprix jouit d'une bonne assise financière et le récent partenariat avec Monoprix France lui permettra d'améliorer ses marges futures. Compte tenu de tout ce qui précède, nous recommandons de **conserver le titre** en attendant d'avoir une meilleure visibilité.



# Promotion Immobilière

**ESSOUKNA: Conserver (+)**

Actionnariat	
SIMPAR (70,9%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	3 006 250
Capitalisation boursière (MD)	18
Cours	
Clôture	5,900
31/12/2010	6,210
Variation	
Début 2011	-5,0%
Année 2010	19,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	3,1
Bénéfice 2010	2,6
Capitaux propres	19,0
Dividende	
Montant	0,280
Div Yield	4,7%
Valorisation	
PE 2009	5,7
PE 2010	6,7
P/BV	0,9



Contrairement à l'année 2009, l'activité de la société s'est contractée durant l'année 2010. Le chiffre d'affaires a accusé une baisse de 15% à 14,4MD et le résultat brut d'exploitation a régressé de 16,2% à 3,6MD. Cette contraction de l'activité est due essentiellement aux spécificités du secteur de la promotion immobilière. L'année 2010 pourrait être considérée comme une année de construction et de préparation pour 2011. De plus, l'augmentation sensible des dépenses pour travaux préliminaires et études (+9,9MD) présage un chiffre d'affaires important pour 2011.

Cependant, il est bon de rappeler que durant le premier semestre de 2010 un élément exceptionnel est survenu et va impacter les comptes de l'exercice. En effet, l'AFH a décidé d'annuler l'adjudication de 5 lots de terrains sis à El Mourouj arguant le fait qu'une partie du capital 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 la société un montant de 2MD après avoir retenu les frais d'adjudication ainsi que 10% du prix payé, ce qui lui a causé une perte exceptionnelle de 465mD comptabilisée à fin juin 2010.

Le stock de terrains s'établit désormais à 2MD contre 10,7MD à fin décembre 2009. Afin de remédier à cette situation, la société a entamé les démarches nécessaires avec les autorités de tutelle pour reprendre lesdits terrains.

Pour 2010, nous prévoyons un bénéfice net de 2,6MD (soit -25% par rapport à 2009).

En ce qui concerne les derniers événements survenus dans le pays, la société n'a pas été touchée et le management confirme que les prévisions arrêtées pour 2011 seront respectées.

Cependant, durant les prochaines années, les perspectives de la société seront tributaires de l'évolution du secteur immobilier qui va connaître certainement une stabilité au niveau des prix des logements avec un réajustement probable des prix au niveau de la catégorie « Haut standing » plus spécialement.

Depuis le début de l'année 2011, le titre ESSOUKNA n'a pas été très sanctionné par la tendance baissière de la bourse puisqu'il a perdu 5% de sa valeur seulement, contre une dépréciation de l'indice de 13,7%. Actuellement, il se traite à 6,7 fois les bénéfices estimés pour 2010 : un niveau que nous jugeons très alléchant par rapport au secteur et à l'ensemble du marché (14).

Compte tenu d'une valorisation attractive, nous recommandons de **renforcer votre position sur le titre.**

**SIMPAR: Conserver (+)**

Actionnariat	
BNA (30,3%)	
Société "Zied" (11,8%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	800 000
Capitalisation boursière (MD)	32
Cours	
Clôture	39,700
31/12/2010	46,890
Variation	
Début 2011	-15,3%
Année 2010	49,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	5,7
Bénéfice 2010	5,1
Capitaux propres	50,8
Dividende	
Montant	1,750
Div Yield	4,4%
Valorisation	
PE 2009	5,6
PE 2010	6,2
P/BV	0,6



La société mère du groupe SIMPAR, a enregistré une baisse des revenus (-21,3%) à 17,14MD au terme de cet exercice 2010. Cette baisse est essentiellement attribuable à la baisse du volume des ventes de logements de 22% à 15,3MD contre 19,7MD une année auparavant ainsi que celle des terrains lotis. Cette contraction de l'activité est due essentiellement aux spécificités du secteur de la promotion immobilière. L'année 2010 pourrait être considérée comme une année de construction et de préparation pour 2011.

Le résultat brut d'exploitation de la société affiche un net recul de 32,4% au 31/12/2010 (3,3MD), par rapport à la même date en 2009 (5MD).

Pour 2010, nous prévoyons un bénéfice net du groupe de 5,1MD en régression de 10% par rapport à 2009.

En ce qui concerne les derniers évènements survenus dans le pays, la société n'a pas été touchée et l'activité se poursuit normalement. Cependant, durant les prochaines années, les perspectives de la société seront tributaires de l'évolution du secteur immobilier qui va connaître certainement une stabilité au niveau des prix des logements avec un réajustement probable des prix au niveau de la catégorie « Haut standing » plus spécialement.

Sur la bourse, le titre SIMPAR a été parmi les plus gros gagnants de l'année 2010 puisqu'il a performé de plus de 49%. Néanmoins, depuis le début de l'année 2011 et à la lumière de la tendance générale de la bourse, le titre a perdu 15,3% de sa valeur. Actuellement, il affiche le meilleur PE du secteur immobilier et du marché à 6,2 fois les bénéfices nets prévus pour l'année 2010, et un P/BV de 0,6. Ces niveaux de valorisation nous semblent très attractifs par rapport à l'ensemble du marché.

Compte tenu d'une valorisation très alléchante, nous recommandons de **renforcer votre position sur 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.