



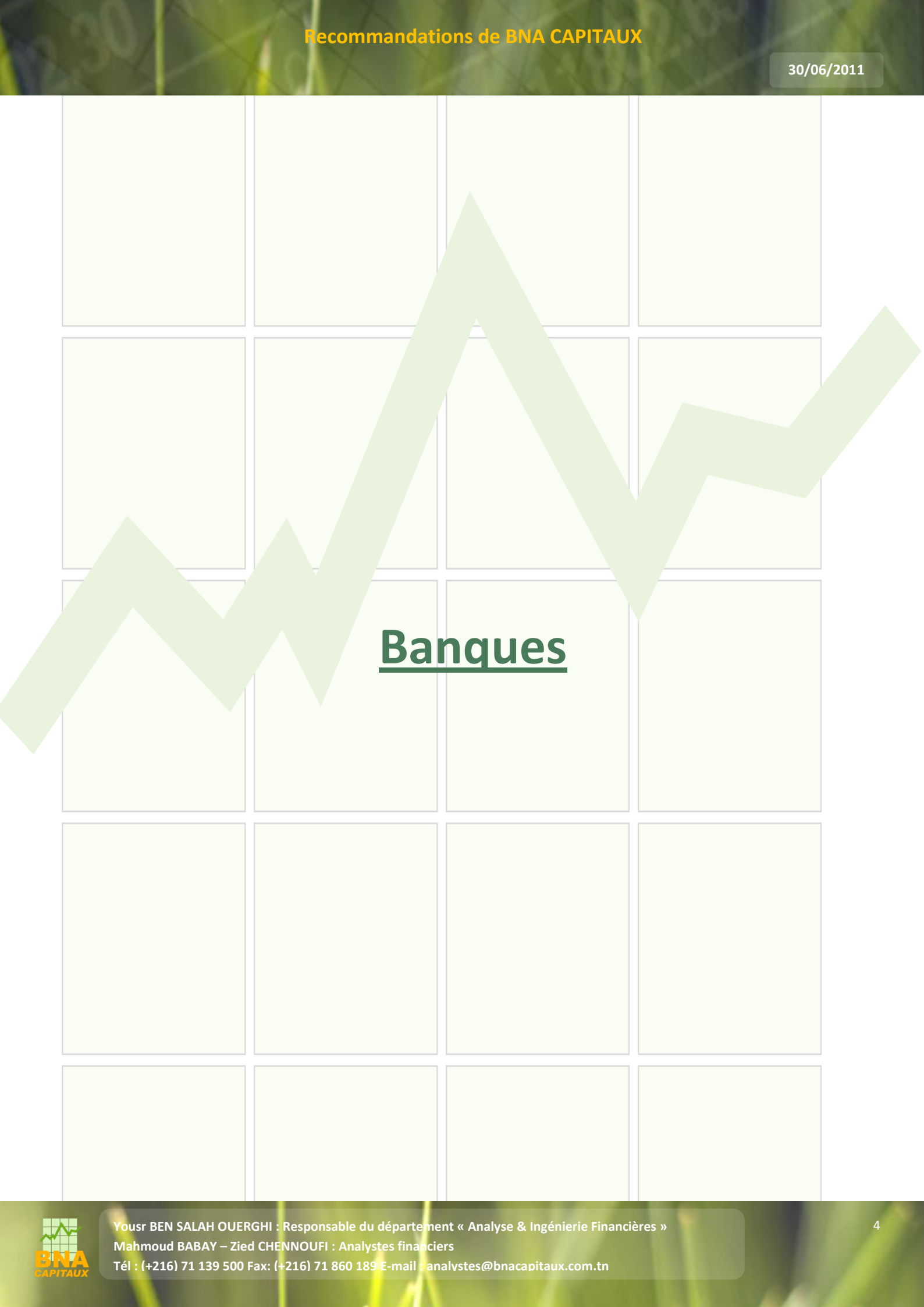
Recommandations de BNA CAPITAUX

*Nous attirons l'attention de nos chers lecteurs que les recommandations relatives aux valeurs : **BNA – SOPAT – ELECTROSTAR – TUNISAIR – SOTUMAG** et **Carthage Cement** seront élaborées dès la publication des comptes de l'exercice 2010 et la tenue de leurs assemblées générales.*

SOMMAIRE

Bancaire	4
Amen Bank	5
ATB	7
Attijari Bank	9
BH	11
BIAT	13
BT	15
BTE	17
STB	18
UBCI	20
UIB	22
Assurances	24
ASTREE	25
Assurances SALIM	27
STAR	28
TUNIS RE	30
Leasing	32
ATL	33
CIL	34
El Wifek Leasing	35
Attijari Leasing	37
Modern Leasing	39
Tunisie Leasing	41
Holding	43
Placements de Tunisie	44
Poulina Group Holding	45
SPDIT SICAF	47
Tuninvest SICAR	48
Industrie Agro-alimentaire	49
SFBT	50
Tunisie Lait	52
Industrie Pharmaceutique	53
Adwya	54
SIPHAT	56
Industrie des Composantes Automobiles	58
ASSAD	59
GIF-Filter	61
STIP	63

<u>Industrie de Matériaux de construction</u>	<u>64</u>
Ciments de Bizerte	65
SOMOCER	67
TPR	69
<u>Autres industries</u>	<u>71</u>
Air Liquide Tunisie	72
Alkimia	74
ICF	76
SIAME	78
SOTUVER	80
<u>Distribution Automobile</u>	<u>82</u>
ARTES	83
ENNAKL Automobiles	85
<u>Distribution des produits de consommation</u>	<u>87</u>
Magasin Général	88
MONOPRIX	90
<u>Promotion Immobilière</u>	<u>92</u>
Essoukna	93
SIMPAR	94
SITS	95
<u>Technologie</u>	<u>97</u>
Telnet Holding	98
<u>Télécommunications</u>	<u>100</u>
SERVICOM	101
SOTETEL	103
<u>Autres services</u>	<u>105</u>
SOTRAPIL	106
STEQ	108
<u>Lexique des recommandations</u>	<u>109</u>



Banques

Amen Bank: Renforcer

Actionnariat	
COMAR (28,6%)	
PGI Holding (21,7%)	
Meninx Holding (8,9%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	10 000 000
Capitalisation boursière (MD)	625
Cours	
Clôture	62,490
31/12/2010	77,450
Variation	
Début 2011	-17,5%
Année 2010	48,8%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	44,7
Bénéfice 2010	61,4
Dividende	
Montant	1,400
Div Yield	2,2%
Valorisation	
PE 2009	14,0
PE 2010	10,2
P/BV	1,7

(MD)	2 007	2 008	2 009	2 010
Crédits	1 985	2 345	2 948	3 714
<i>Evolution</i>	12,1%	18,1%	25,7%	26,0%
Dépôts	2 072	2 441	2 969	3 498
<i>Evolution</i>	11,3%	17,8%	21,6%	17,8%
PNB	114,9	130,7	142,0	170,3
<i>Evolution</i>	16,6%	13,8%	8,6%	19,9%
Bénéfice net	29,4	40,4	44,7	61,4
<i>Evolution</i>	47,7%	37,4%	10,6%	37,4%
Coefficient d'exploitation	41,0%	35,5%	37,9%	33,7%
CDL	17,6%	14,7%	11,9%	10,3%
Couverture	49,7%	59,1%	70,9%	71,1%

(MD)	2011p	2012p	2013p	2014p
Dépôts	4 053	4 621	5 268	6 005
<i>Evolution</i>	15,9%	14,0%	14,0%	14,0%
Crédits	3 904	4 490	5 163	5 834
<i>Evolution</i>	5,1%	15,0%	15,0%	13,0%
PNB	167,6	190,2	214,1	243,8
<i>Evolution</i>	-1,6%	13,5%	12,6%	13,9%
Bénéfice net	61,7	74,3	87,5	105,0
<i>Evolution</i>	0,5%	20,5%	17,8%	20,0%

L'année 2010 :

L'année 2010 peut être considérée comme étant l'année de consécration des efforts engagés sur les cinq dernières années pour l'Amen Bank. En effet, la banque a réalisé des résultats en performance notable que ce soit en termes de volume que de rendement.

Les crédits de la banque ont atteint 3 714MD au terme de cette année 2010, soit +26,0% par rapport à l'année précédente. De même, les dépôts ont cru de 18% à 3 498MD. Néanmoins, il est à signaler que la structure des dépôts a connu un changement par rapport à 2009. En effet, la part des dépôts à vue a perdu 1,1points dans la structure pour s'établir désormais à 26,4%. Le coût des ressources de la banque est resté quasiment identique à celui de l'année précédente, à savoir 4,1% : un niveau très élevé par rapport aux banques concurrentes.

Les marges de la banque ont notamment progressé au 31/12/2010, par rapport à la même date en 2009. En effet, la marge sur intérêts est passée de 71,7MD à 89,6MD (+25%) et celle sur commissions de 34,0MD à 40,2MD (+18,1%). Ceci a permis au PNB d'atteindre 170,3MD, soit +20% par rapport à 2009.

En matière de productivité et malgré une augmentation des charges opérationnelles de 6,5%, le coefficient d'exploitation de la banque s'est nettement amélioré de 4,2 points à 33,7%. Ce niveau de productivité est parmi les plus faibles du secteur bancaire.

En termes de qualité d'actifs, la banque présente un taux de CDL de 10,3% au terme de cette année 2010, contre 11,9%, soit une amélioration de 1,6points. Ces CDL sont couvertes à hauteur de 71,1% par les provisions, soit quasiment le même niveau que l'exercice antérieur.

En 2010, la densification du réseau s'est accentuée avec l'ouverture de 15 nouvelles agences, ce qui ramène le réseau de la banque à 123 agences. Ceci va certainement donner plus d'élan à la banque et améliorer ses résultats durant les prochaines années.

Le résultat net de la banque s'est établi à 61,4MD, en augmentation 37,5% par rapport à l'année précédente

En matière de solvabilité, la banque affiche un ratio Cooke de 13,1% à fin décembre 2010 contre 12,9% à la même date en 2009. Un niveau nettement supérieur au minimum recommandé par la BCT 8%.

L'année 2011 :

Les événements survenus durant le mois de janvier ont occasionné des dégâts significatifs au niveau de certaines agences. Le coût de rénovation de ces agences est estimé à 874mD partiellement couvert par les compagnies d'assurances.

Durant les trois premiers mois de l'année en cours, le PNB de la banque a affiché une progression de 7% à 40,8MD imputable essentiellement à

l'appréciation de la marge d'intérêt de 17,8% à 22,7MD.

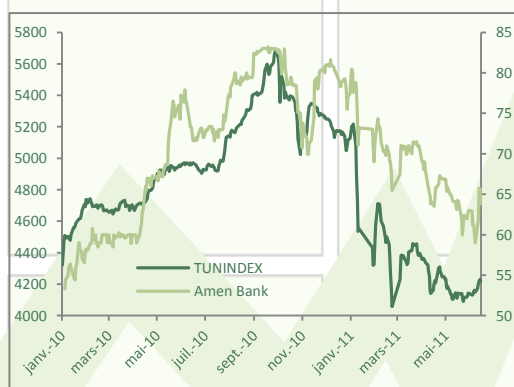
Pour l'année 2011 dans son ensemble, le management de la banque demeure confiant vu que les prévisions projetées au niveau du business plan 2010-2014 seront toujours respectées. Ledit business plan prévoyait une croissance annuelle des dépôts et des crédits respectivement de 14,5% et 12%, un PNB en progression annuelle moyenne de 9,6%, une réduction du taux de créances classées à 7% à l'horizon de 2014 avec une couverture à hauteur de 80% par les provisions.

Il est important de signaler qu'actuellement, la banque fait l'objet d'un contrôle fiscal approfondi couvrant les exercices 2008 et 2009. Au stade actuel, aucune notification n'a été communiquée à la banque et l'impact significatif de ce redressement n'a pas pu être estimé par les commissaires aux comptes.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre s'est fortement apprécié en 2010 (+48,8%), mais depuis le début de l'année et à la lumière du contexte politico-économique qui prévaut actuellement dans le pays, le titre a affiché une régression de 17,5%. Actuellement, il se valorise à 10,2 fois les bénéfices de 2010 : une valorisation que nous jugeons en décote par rapport à l'ensemble du secteur coté (13,8x).

Compte tenu de cette valorisation attrayante et des fondamentaux solides de la banque, nous recommandons de **renforcer votre position**.



ATB: Conserver

Actionnariat	
Arab Bank Plc (64,2%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	100 000 000
Capitalisation boursière (MD)	589
Cours	
Clôture	5,890
31/12/2010	7,980
Variation	
Début 2011	-23,74%
Année 2010	15,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	45,8
Bénéfice 2010	53,5
Dividende	
Montant	0,220
Div Yield	3,7%
Valorisation	
PE 2009	12,9
PE 2010	11,0
P/BV	1,5

(MD)	2 008	2 009	2 010
Crédits	1 514	1 663	2 252
Evolution	26,3%	9,9%	35,4%
Dépôts	2 528	3 034	2 893
Evolution	12,7%	20,0%	-4,6%
PNB	116,7	125,0	144,0
Evolution	16,4%	7,1%	15,2%
Bénéfice net	37,5	45,8	53,5
Evolution	48,1%	22,2%	16,8%
Coefficient d'exploitation	51,30%	51,40%	49,04%
CDL	9,35%	8,68%	7,93%
Couverture	70,84%	73,50%	71,00%

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, l'ATB a affiché une régression de ses dépôts de 4,6% passant de 3 034MD à 2 893MD. Une baisse volontaire de la part du management ayant pour but de privilégier les dépôts les moins onéreux (Dépôts à vue +13,9%) et améliorer ainsi le coût de ses ressources.

Par contre, l'encours des crédits de la banque a progressé de 35,4% à 2 252MD, gagnant ainsi 0,45 points en termes de part de marché à 6,25%.

Le PNB de la banque s'est établi à 144MD au terme de l'année écoulée en progression de 15,2% par rapport à 2009. Cette amélioration est surtout due à la progression de la marge sur intérêts de 16,5%, mais surtout celle liée aux commissions qui a augmenté de 29,7% et les revenus sur portefeuille (+10,3%). 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.

Côté efficacité opérationnelle, le coefficient d'exploitation de la banque s'est amélioré de 2,4 points à 49% : un niveau qui ne cesse de s'améliorer d'une année à une autre.

En matière de provisionnement, la banque a alloué une enveloppe de 32MD pour couvrir ses créances douteuses. De plus, un important effort de recouvrement a été opéré en 2010 qui a permis à la banque de constater des reprises sur provisions pour un montant de 16MD. La dotation nette sur créances accrochées ressort à 18MD à la clôture de cet exercice. Désormais, les créances classées représentent 7,93% du total des engagements de la banque et couvertes par les provisions à hauteur de 71% : des niveaux en dessus des taux recommandés par la BCT.

La banque a clôturé l'année avec un bénéfice net de 53,5MD en accroissement de 16,8% par rapport à 2009 dégageant ainsi une rentabilité financière satisfaisante de 14,8% en 2010. Une rentabilité en dilution suite au renforcement des capitaux propres. En effet, durant l'année 2010, la banque a fait appel à ses actionnaires pour augmenter son capital de 20MD et le faire passer à 100MD (15MD en numéraire et 5MD par incorporation de réserves). Cette levée de fonds de 52,5MD a permis à la banque de consolider davantage ses fonds propres et de se conformer aux ratios prudentiels du secteur bancaire en prévision de l'entrée en application des normes Bâle II.

La politique de densification du réseau de la banque s'est accentuée en 2010 puisque 9 nouvelles agences ont été ouvertes portant ainsi le réseau à 110 agences.

L'année 2011 :

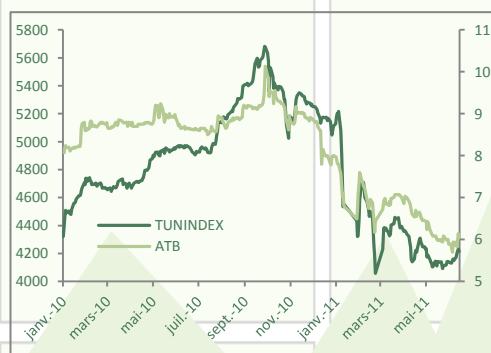
Durant les trois premiers mois de l'année en cours, la banque a affiché une régression de son PNB de 4,7% à 33,2MD. En effet et malgré l'accroissement notable de la marge d'intérêt de 55,7%, la baisse des revenus sur portefeuille de 27,6% (représentant plus de la moitié du PNB) a tiré vers le bas le PNB de la banque.

Les dépôts et les crédits ont eux aussi affiché un repli respectivement de 5,3% et 1,8% par rapport à fin décembre 2010.

Par ailleurs, 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 qui sera couvert par les contrats d'assurance en vigueur.

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

Aspect boursier :



Sur le plan boursier, le titre ATB a affiché une performance boursière de 15,1% en 2010. Néanmoins, depuis le début de cette année et à la lumière de la tendance générale de la bourse, le titre a perdu 23,4% ramenant la valorisation actuelle du titre à 11 fois les bénéfices de 2010 (contre 13,8 pour l'ensemble du secteur) et 1,5 fois les capitaux propres de la banque : Une valorisation que nous ne jugeons pas chère par rapport à ses pairs cotés.

En matière de rémunération, le titre offre un rendement de 3,7% parmi les plus élevés du secteur bancaire.

Compte tenu de ce qui précède, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre. Une recommandation qui pourrait être modifiée à la lumière des réalisations de la banque durant le second semestre 2011.

Attijari Bank: Renforcer**Actionnariat**

ANDALUCARTHAGE (54,6%)

Groupe DRISS (11,7%)

Titres

Nominal	5
Nombre	33 750 000
Capitalisation boursière (MD)	612

Cours

Clôture	18,120
31/12/2010	21,780

Variation

Début 2011	-16,8%
Année 2010	1,3%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	46,1
Bénéfice 2010	60,6
Capitaux propres	303,4

Dividende

Montant	0
Div Yield	0%

Valorisation

PE 2009	13,3
PE 2010	10,1
P/BV	2,0

L'année 2010 :

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 de 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. Désormais, les dépôts à terme représentent 23% du total des ressources contre 20% en 2009. Ceci n'a pas empêché la banque de maintenir son coût des ressources à 3%.

Les crédits ont augmenté de 17,2% au terme de cet exercice à 2 616MD.

Cette performance de l'activité a permis au PNB de s'accroître de 13,1% à 167,4MD au 31/12/2010 (contre 147,9MD en 2009). Le PNB a essentiellement été soutenu par l'évolution de la marge sur intérêts +13,8% à 82,6MD et celle sur commissions de +11,3% à 45,9MD.

Durant l'année 2010, la banque a continué la 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. Durant les quatre premiers mois de cette année, 3 nouveaux points de vente ont ouvert leurs portes et le réseau s'établit désormais à 172 agences. La banque détient le réseau le plus dense du pays.

Malgré cette densification du réseau et la forte progression des charges opérationnelles (+15,8%), la banque a pu améliorer son coefficient d'exploitation de 130 points de base à 54,8%.

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 68,6% (contre 64,2% à fin décembre 2009). Durant les prochaines années, la banque devra allouer une dotation supplémentaire afin de s'aligner aux directives de la Banque Centrale qui préconisent un minimum de 70%.

Au terme de 2010, la banque a affiché un bénéfice net de 60,6MD, soit une augmentation de 31,5% par rapport à 2009.

En matière de solvabilité, la banque affiche un ratio de 11,5%, alors qu'il était de 4,6% il y a tout juste deux ans (2008), et le minimum exigé par la Banque Centrale de Tunisie est de 8%.

L'année 2011 :

Durant les trois premiers mois de l'année en cours et en dépit de la situation très difficile qui prévaut actuellement dans le pays, le PNB de la banque s'est accru de 15% à 43,5MD. Une progression alimentée essentiellement par la marge d'intérêt qui a augmenté de 37,5% à 21,9MD. Quant à la marge sur commissions, elle a baissé de 4,4% à 10,7MD.

MD	2 010	2011e	2012e	2013e
Dépôts	3 235,0	3 291,0	3 548,5	3 780,6
Crédits	2 616,7	2 799,9	3 124,0	3 426,0
PNB	167,4	192,7	211,6	227,4
RBE	75,6	99,0	108,1	113,1
Bénéfice net	60,6	57,6	62,3	64,3

L'encours de crédits de la banque a évolué de 7% par rapport à fin décembre 2011 à 2798MD. Les dépôts de la clientèle quant à eux, ont progressé à un rythme moins élevé de 3,2% à 3 337MD.

Les charges opérationnelles de la banque ont affiché une progression de 20,3% à 21,9MD ce qui a pénalisé le coefficient d'exploitation de 230 points de base à 50,3% contre 48% à la même période de 2010.

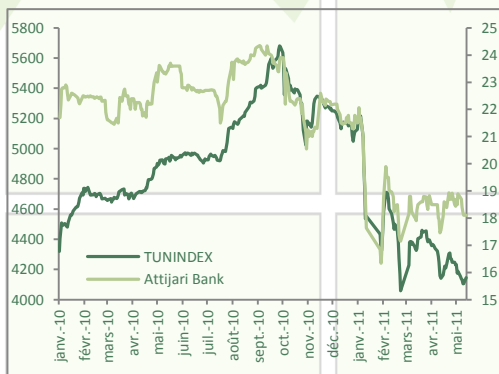
Concernant les dégâts enregistrés lors des dernières émeutes qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011, la banque a subi la perte totale de 12 agences et 36 GAB. La valeur comptable nette de ces immobilisations endommagées s'élève à 1,2MD couvertes par les assurances à hauteur de 50%. Le coût de remplacement a été estimé à 2MD.

Malgré les récents événements survenus dans le pays et le ralentissement de la croissance économique en Tunisie, la banque maintient encore son business plan publié en décembre 2010. D'importants efforts sont fournis pour atteindre les objectifs visés.

Pour 2011, la banque table sur un PNB de 192,7MD (+15,1%) et un bénéfice net de 57,6MD (-4,9%). La baisse du bénéfice net pour l'année en cours est due à l'impact fiscal suite à l'apurement de toutes les pertes cumulées.

A partir de 2012, la banque envisage de renouer avec la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2011. Rappelons, que le dernier dividende distribué datait depuis de 2003.

Aspect boursier :



Depuis le début de l'année, le cours de l'action a fortement baissé (-16,8%) ce qui le ramène à un niveau attrayant. Le titre présente un PE de 10,1 fois les bénéfices de 2010 en décote de 27% par rapport au secteur, et un P/BV de 2.

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 prévue 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 croissance économique est très faible voire même nulle. Dans tous les cas de figure et compte tenu de sa solidité financière, la banque pourra toujours faire face à ces engagements et rembourser ses créanciers surtout avec l'appui de son actionnaire de référence Attijariwafa Bank.

Le programme de restructuration de la banque mis en place depuis sa privatisation a commencé à donner ses fruits ces deux dernières années, ce qui a permis à la banque de disposer d'une assise financière très solide.

Compte tenu de tout ce qui précède, d'une valorisation attrayant et d'une prochaine distribution de dividendes en 2012, nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre.

BH: Alléger

Actionnariat	
Etat Tunisien	(32,62%)
Entreprises étatiques et paraétatiques	(23,42%)
Titres	
Nominal	5
Nombre	18 000 000
Capitalisation boursière (MD)	326
Cours	
Clôture	18,130
31/12/2010	29,460
Variation	
Début 2011	-38,5%
Année 2010	8,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	53,3
Bénéfice 2010	32,6
Dividende	
Montant	0
Div Yield	0%
Valorisation	
PE 2009	6,1
PE 2010	10,0
P/BV	0,8

L'année 2010 :

C'est la première fois depuis plus de 6 ans que la Banque de l'Habitat a affiché une baisse de son résultat net. La BH a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice net de 32,6MD en baisse de 39% par rapport à 2009. Une baisse imputable essentiellement à l'augmentation sensible des dotations nettes aux provisions (+28,8MD) essentiellement sur les engagements de la famille de l'Ex-Président.

Au niveau de l'exploitation, la banque a affiché une progression de 3,3% de ses dépôts à 3 364MD principalement boostée par les dépôts à terme (+13%) malgré la régression des dépôts à vue de 8,7% (798MD). Quant aux crédits, la BH a enregistré une importante augmentation de 10,9% à 4 006MD.

Le PNB de la banque s'est apprécié de 4,3% en atteignant 194,6MD suite à l'augmentation des revenus sur portefeuille de 20,6%. La marge d'intérêt n'a progressé que de 1% à 33,5MD.

Le coefficient d'exploitation de la BH s'est déprécié de 130 p.b à 44,9% en raison de l'augmentation des charges opérationnelles.

En matière de qualité d'actifs, la banque affiche un ratio CDL de 10,8%, en détérioration de 2,1 points par rapport à 2009. En effet, les engagements classés de la banque ont augmenté de 127,7MD dont 69,5MD relatifs aux engagements de la famille de l'Ex-Président. Ces derniers totalisent un montant de 231,5MD.

La banque a fourni un effort considérable en matière de provisionnement pour couvrir les créances douteuses : Une dotation nette de 83,3MD a été allouée aux provisions contre 54,5MD en 2009. Un effort qui demeure insuffisant par rapport à l'augmentation sensible des engagements classés. Le taux de provisionnement s'établit désormais à 68,9% (contre 70% en 2009) : un taux qui demeure en dessous des exigences de la BCT exigeant un taux de couverture minimum de 70%.

En 2010, la banque a été soumise à un contrôle fiscal couvrant la période 2006 - 2009 pour un montant estimé à 54,4MD. Aucune provision n'a été constatée à ce jour. De plus, les charges relatives aux indemnités de départ à la retraite et pour congés payés requièrent des provisions de l'ordre de 10,5MD non affectées jusqu'à ce jour.

Le réseau de la banque s'est densifié avec l'ouverture de 4 nouvelles agences portant le réseau ainsi à 93 points de vente.

L'année 2011 :

Durant le premier trimestre de l'année en cours, la banque a affiché une progression de son PNB de 2,4% qui s'est établi à 45,9MD contre 44,8MD à la même période en 2010. Cette progression est essentiellement due à la hausse des marges sur commission et sur intérêts respectivement de 2,5%(7,6MD) et de 9,1%(32,7MD). D'un autre côté les charges opératoires ont augmenté de 9,8% suite à l'augmentation réglementaire des salaires et des charges générales

	2010	2009	2008
Dépôts	3 364	3 255	2 657
Crédits	4 006	3 612	3 449
PNB	194,6	186,5	187,2
Résultat net	32,6	53,3	54,0
Coefficient d'exploitation	42,6%	42,0%	37,6%
Taux de CDL	10,8%	8,7%	8,3%
Taux de couverture	68,9%	70,0%	63,5%

d'exploitation.

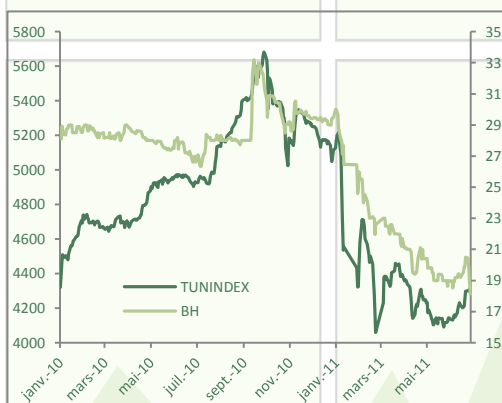
Pour l'année 2011 dans son ensemble et compte tenu du contexte économique actuel, le management a exprimé son incapacité à émettre des pronostics sur les performances de la banque.

Aspect boursier :

D'un point de vue, le titre BH a fortement baissé depuis le début de cette année (-38,5%). Il affiche un PE de 10 fois les bénéfices de 2010 : un niveau que nous jugeons très attractif par rapport au secteur bancaire (13,8).

En matière de rémunération et pour la première fois depuis plusieurs années, la banque n'a pas distribué de dividendes compte tenu de sa situation exceptionnelle.

Malgré la valorisation attractive du titre et tenant compte du contexte économique très difficile, du sous provisionnement qui grèverait la rentabilité future de la banque, nous demeurons très perplexes quant aux perspectives de croissance de cette dernière. Nous recommandons d'**alléger votre position sur le titre**. Une recommandation qui pourrait être modifiée à la lumière des réalisations de la banque durant l'année en cours.



BIAT: Conserver**Actionnariat**

Maghreb Financière Holding (38,1%)
Groupe MILDE (9,7%)
Groupe TAMARZIS (9,3%)

Titres

Nominal	10
Nombre	17 000 00
Capitalisation boursière (MD)	986

Cours

Clôture	58,000
31/12/2010	73,000

Variation

Début 2011	-20,5%
Année 2010	17,0%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	60,1
Bénéfice 2010	47,5
Capitaux propres	470,7

Dividende

Montant	2,000
Div Yield	3,4%

Valorisation

PE 2009	16,4
PE 2010	20,8
P/BV	2,1

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, l'encours des crédits de la BIAT a affiché une progression de 12,8% à 3 973MD. 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%. Ceci s'est répercuté sur le coût des ressources de la banque qui a baissé de 10 points de base à 2,2%. Malgré cette faible progression des dépôts par rapport à l'ensemble du secteur (+12,1%), 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 15,6% par rapport à 2009 à 304MD. Une progression qui a été alimentée par l'évolution de la marge d'intérêt (+16,7%), la marge sur commissions (+17,5%) et les revenus sur portefeuille (+12,1%).

D'un point de vue productivité, le coefficient d'exploitation de la banque s'est apprécié de 2,6 points à 56,5% 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 personnel par les commissions nettes demeure assez faible, puisqu'elles ne représentent que 49% seulement de la masse salariale alors que d'autres banques de la place ont déjà dépassé les 100%.

En ce qui concerne les engagements de la banque envers la famille de l'Ex-Président, ils totalisent 350MD représentant 6,5% du total des engagements de la banque. Sur le total de ces engagements, seulement 6MD sont considérés en tant que créances accrochées et ont nécessité des dotations aux provisions de l'ordre de 2,2MD.

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 75,6% 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.

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. Lors de l'arrêté des comptes, la banque en collaboration avec ses commissaires aux comptes a estimé la charge relative à ce redressement à 11,4MD seulement. A la veille de la tenue de l'AGO qui a statué sur les comptes de l'exercice 2010, le tribunal de première instance a émis son jugement final à l'encontre de la banque et le management a vu nécessaire de constater une provision supplémentaire de 17,2MD. Ceci s'est répercuté négativement sur le bénéfice net de 2010 qui est passé de 64,7MD publié avant la tenue de l'AGO à 47,5MD. Désormais, la banque a affiché au titre l'année 2010 un bénéfice net en régression de 21%.

(MD)	2 007	2 008	2 009	2 010
Crédits	2 740	2 992	3 522	3 973
Evolution	6,7%	9,2%	17,7%	12,8%
Dépôts	4 097	4 809	5 311	5 602
Evolution	18,3%	17,4%	10,4%	5,5%
PNB	228,6	260,5	262,9	304,0
Evolution	7,8%	14,0%	0,9%	15,6%
Bénéfice net	21,5	33,7	60,1	47,5
Evolution	1,9%	56,7%	78,3%	-21,0%
CDL	13,2%	10,8%	9,4%	8,2%
Couverture	62,8%	61,3%	70,3%	75,6%

L'année 2011 :

Les trois premiers mois de l'année en cours se sont caractérisés par un accroissement du PNB de 15,6% pour atteindre 77,8MD. Les crédits ont progressé de 16,2% à 4 617MD, alors que les dépôts ont baissé de 2,8% à 5 446MD par rapport à fin décembre 2010.

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. Le coût estimatif de ces dégâts est de l'ordre de 450mD couvert à hauteur de 270mD par les assurances.

Pour l'année 2011 dans son ensemble et malgré la situation économique très difficile qui prévaut dans le pays, le management demeure confiant et prévoit :

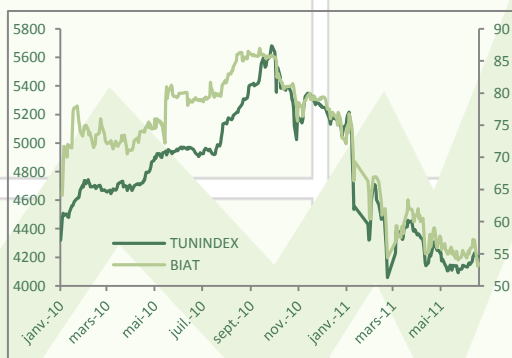
- L'ouverture de 15 nouvelles agences avec un focus sur les zones intérieures ;
- Une augmentation des dépôts de 6,2% et celle des crédits de 13,6% ;
- Un PNB de 332,8MD (+9,5%) et un résultat net de 52,2MD (+9,8%).

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier et depuis le début de l'année 2011, le titre BIAT a affiché une performance boursière négative de 20,6%. Actuellement, le titre se valorise à 20,8 fois ses bénéfices de 2010 et 2,1 fois ses capitaux propres : une valorisation que nous jugeons chère par rapport à l'ensemble du secteur coté (13,8).

Le titre offre un rendement de 3,4%, un niveau plus élevé que l'ensemble du marché.

Tenant compte d'une valorisation chère et malgré les fondamentaux solides de la banque, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.



BT: Conserver

Actionnariat	
Banque Fédérative du Crédit Mutuel (20%) Corporation and Investment (11,3%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	112 500 000
Capitalisation boursière (MD)	1 226
Cours	
Clôture	10,900
31/12/2010	11,620
Variation	
Début 2011	-6,2%
Année 2010	19,8%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	66,1
Bénéfice 2010	55,7
Dividende	
Montant	0,240
Div Yield	2,2%
Valorisation	
PE 2009	18,6
PE 2010	22,0
P/BV	2,8

(MD)	2 010	2 009	2 008	2 007
Crédits	2 610	2 116	1 732	1 663
Evolution	23,3%	22,2%	4,2%	12,3%
Dépôts	2 419	1 891	1 722	1 420
Evolution	27,9%	9,8%	21,3%	16,6%
PNB	147,8	132,9	125,8	115,9
Evolution	11,2%	5,6%	8,6%	11,5%
Bénéfice net	55,7	66,1	62,8	60,2
Evolution	-15,71%	5,24%	4,38%	50,82%
Coefficient d'exploitation	28,6%	29,5%	30,0%	31,3%
CDL	5,4%	5,6%	6,8%	5,6%
Couverture	90,1%	83,1%	82,0%	93,9%

L'année 2010 :

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 (+23,3%) pour atteindre 2 610MD.

Les dépôts de la banque ont eux aussi suivi le même rythme avec une progression de 27,9% en atteignant 2 419MD. Cette performance a été boostée par l'augmentation des dépôts de 55% à 1 129,6MD. Ces dépôts les plus rémunérateurs prennent plus d'ampleur dans la structure globale des dépôts puisqu'ils représentent 46,7% du total des dépôts (contre 38,4% en 2009). Ceci, a lourdement pesé sur le coût des ressources de la BT, qui a augmenté de 12% et devient supérieur à la moyenne du secteur alors qu'il était parmi les plus faible durant les dernières années.

En ce qui concerne les dépôts, la hausse des dépôts est essentiellement due à l'augmentation des dépôts à terme qui ont été acceptés à des termes trop onéreux (6,2%/6mois).

Le PNB s'est ainsi établi à 147,8MD, en augmentation de 11,2% par rapport à 2009. Le PNB a bénéficié de l'augmentation de la marge sur intérêt (+11,4%) à 95,2MD 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 28,6% en appréciation de 0,9 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.

En termes de qualité d'actifs, la BT présente l'un des meilleurs taux de CDL du secteur bancaire avec 5,4% en baisse de 0,2points par rapport à 2009. Les créances douteuses de la banque sont couvertes à hauteur de 90,1% : taux nettement supérieur aux recommandations de la BCT (70%).

En 2010, la banque a dû constater une provision supplémentaire de l'ordre de 28MD relative aux engagements de la banque au profit de la famille de l'Ex-Président. Ceci s'est répercuté négativement sur le bénéfice net qui a affiché un repli de 15,7% à 55,7MD.

L'année 2011 :

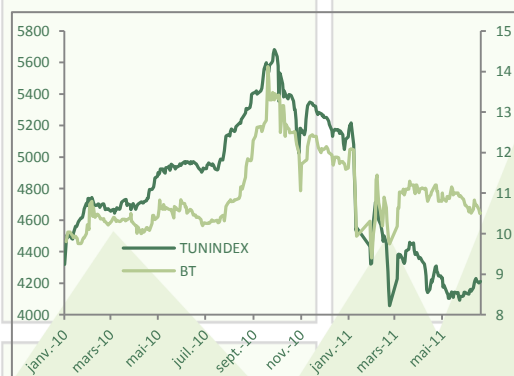
Durant le premier trimestre de cette année, la banque a enregistré un accroissement de son PNB de 6,2% à 33,8MD. Une progression qui a été alimentée par l'amélioration de la marge d'intérêt de 5,8% (23,2MD) ainsi que les revenus sur portefeuille de 25,3% (3,7MD). Les dépôts de la banque ont régressé de 1% par rapport à fin décembre 2011 alors que les crédits ont augmenté de 3,3% (2 695MD).

Les 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 dont 300mD ont été provisionnés sur les comptes de l'exercice écoulé.

Pour 2011, le management de la banque demeure optimiste et prévoit des dépôts de 2 710MD (+12%) et des crédits de 2 885MD (+10,5%). Le PNB devrait s'établir à 157,6MD (+6,6%) et le bénéfice net attendu pour la fin de cette année serait de l'ordre de 66MD (+19%).

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.



Aspect boursier :

Depuis le début de l'année, le titre BT a perdu 6,2% de sa valeur contre une dépréciation de l'indice de 15,9%. Actuellement, le titre se traite à 22 fois les bénéfices de 2010 affichant une surcote de 59% par rapport au secteur bancaire coté (13,8x).

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.**

BTE: Renforcer

Actionnariat	
Etat tunisien	(50%)
Abou Dhabi Investment Authority	(50%)
Titres	
Nominal	20
Nombre	4 500 000
Capitalisation boursière (MD)	133
Cours	
Clôture	30,580
31/12/2010	29,200
Variation	
Début 2011	4,7%
Année 2010	0,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	7,5
Bénéfice 2010	8,0
Dividende	
Montant	1,800
Div Yield	5,9%
Valorisation	
PE 2009	18,4
PE 2010	17,2
P/BV	1,0

(MD)	2010	2009	2008	2007
Dépôts	170,4	209,8	142,2	82,7
Crédits	436,2	336,8	298,2	244,1
PNB	22,1	17,5	16,8	15,7
Résultat net	8,0	7,5	7,1	6,1
Coefficient d'exploitation	51,2%	51,6%	44,5%	38,0%

L'année 2010 :

La BTE a enregistré une progression de son résultat net de 7,1% pour s'établir à 8MD.

Les crédits à la clientèle de la BTE ont augmenté de 29,5% pour atteindre 436,2MD à fin décembre 2010. En revanche, les dépôts ont régressé de 18,8% à 170,4MD. Cette baisse des dépôts est essentiellement due à la l'importante diminution des dépôts à terme (-49,6%), ce qui a impacté le coût des ressources de la banque qui s'établit désormais à 4% contre 4,7% à fin décembre 2009. Les dépôts les plus coûteux accaparent 44,5% du total des dépôts contre 71,8% en 2009.

Le PNB de la banque a cru de 26,7% pour s'établir à 22,1MD. Cette progression a été rendue possible grâce à l'amélioration de la marge sur commissions de 1,7MD à 4MD et celle sur intérêts de 11,1% à 14,6MD.

Côté productivité, la banque a affiché une légère amélioration de son coefficient d'exploitation de 40 p.b à 51,2% : un niveau qui demeure tout de même légèrement supérieur à la moyenne du secteur bancaire

La banque a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice net de 8MD, soit +7,1% par rapport à 2009.

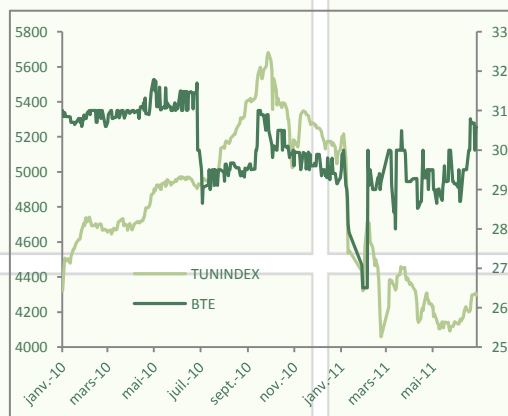
Les ratios de risque sont en nette amélioration d'une année à une autre. Les données relatives à 2010 ne sont pas disponibles mais il est important de rappeler qu'à fin 2009, la banque affiche un taux de créances classées de 10,1% et qu'elles sont couvertes par les provisions à hauteur de 69,8%.

Les réalisations du premier trimestre 2011 :

Durant les 3 premiers mois de l'année en cours, le PNB de la banque a enregistré une performance de 27% à 5,5MD contre 4,4MD pour la même période de 2010. Cette augmentation est due à l'amélioration de la marge sur intérêts de 43% (4,4MD) et celles sur commissions de 14% (1MD). L'encours des crédits a enregistré une hausse de 8% par rapport à l'année 2010 pour s'établir à 471MD. Par contre, les encours des dépôts ont accusé une légère diminution de 0,9% à 169MD.

Aspect boursier :

Actuellement, le BTE se traite à 17,2 fois les bénéfices de 2010 : une valorisation en légère surcote de 25% par rapport à l'ensemble du secteur coté. néanmoins, le titre affiche un div yield de 5,9%, nettement supérieur à ses concurrentes vu que ses actions sont des ADP. Nous recommandons de **renforcer votre position** sur la base d'une rémunération très généreuse.



STB: Alléger

Actionnariat	
Etat tunisien	(24,81%)
ETAP	(13,85%)
Titres	
Nominal	5
Nombre	24 860 000
Capitalisation boursière (MD)	209
Cours	
Clôture	8,410
31/12/2010	18,990
Variation	
Début 2011	-55,7%
Année 2010	35%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	40,2
Bénéfice 2010	14,8
Dividende	
Montant	0
Div Yield	0%
Valorisation	
PE 2009	5,2
PE 2010	14,1
P/BV	0,4

(MD)	2 008	2 009	2 010
Crédits	4 448	4 795	5 352
Evolution	16,4%	7,8%	11,6%
Dépôts	4 011	4 296	5 010
Evolution	0,1%	7,1%	16,6%
PNB	220,1	244,4	244,4
Evolution	6,5%	11,0%	0,0%
Bénéfice net	32,2	40,2	14,8
Evolution	2,1%	24,6%	-63,1%
Coefficient d'exploitation	46,50%	46,10%	48,60%
CDL	23,10%	19,50%	21,10%
Couverture	50,70%	53,60%	47,00%

L'année 2010 :

Malgré l'importante progression de l'activité (Dépôts +16,6% et Crédits +11,6%) durant l'année 2010, la STB a vu sa rentabilité grever sous l'effet des créances douteuses qui pèsent encore trop lourd. En 2010, et pour la première fois depuis 5 ans, la banque a affiché un bénéfice de 14,8MD en repli de 63% par rapport à 2009.

Le développement rapide de la banque en termes de collecte de dépôts et distribution de crédits ne s'est pas répercuté sur l'exploitation de la banque. La STB a été la seule banque en 2010 à afficher une baisse de son PNB de 0,6% à 242,8MD. Cette baisse est due essentiellement à la baisse des revenus sur portefeuille de 12,5%. Il est cependant important de signaler que l'exercice 2009 a bénéficié de dividendes exceptionnels dont ceux auprès de la STAR. La marge d'intérêt et celle sur commissions quant à elles, ont pratiquement stagné en raison de la rude concurrence qui règne sur le secteur ainsi que de la baisse du TMM.

La baisse du PNB conjuguée à une augmentation de frais opérationnels (+4,6%) ont impacté le coefficient d'exploitation de la banque qui s'est détérioré de 2,5 points pour s'établir à 48,6%.

En 2010, le poids des provisions a sensiblement affecté la rentabilité de la banque. En effet, une enveloppe additionnelle de 39,6MD a été allouée aux provisions en couverture des créances accrochées. Ces dernières représentent 21,1% du total des engagements de la banque, (contre 19,5% en 2009), soit le taux le plus élevé de tout le secteur bancaire. La dépréciation du taux des CDL est due à la classification de certaines créances appartenant à la famille de l'Ex-Président pour un montant de 205MD provisionné à hauteur de 25,4MD seulement.

Malgré l'important effort de provisionnement fourni par la banque, le taux de couverture de 47% demeure insuffisant par rapport aux directives de la BCT.

L'analyse sectorielle des engagements de la banque montre que le secteur touristique accapare à lui seul 17,3% du total des engagements de la banque. La situation actuelle de ce secteur risque de peser sur l'augmentation du volume des impayés et par conséquent la part du secteur touristique dans les engagements classés risque d'augmenter sachant qu'à fin 2010, elle se situe à hauteur de 46,3%.

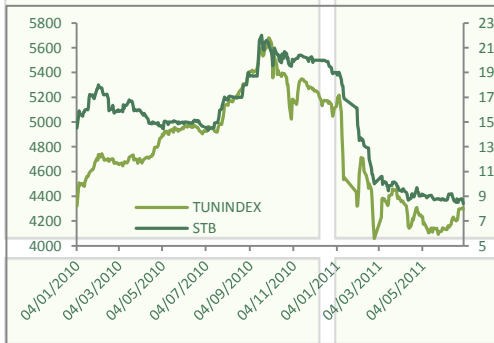
En 2010, la banque a été soumise à un contrôle fiscal approfondi pour un montant de 31,8MD. Seulement une provision de 5MD a été constituée au titre de ce contrôle. De plus, les charges relatives aux indemnités de départ à la retraite requièrent des provisions de l'ordre de 15,9MD non affectées jusqu'à ce jour.

Les réalisations du premier trimestre 2011 :

Les trois premiers mois de l'année en cours se sont caractérisés par un PNB de 54,9MD en baisse de 3,3% par rapport à la même période de 2010. Cette baisse provient principalement de la régression des commissions nettes ainsi que les

revenus sur portefeuille.

Aspect boursier :



Depuis le début de l'année, le titre STB a perdu plus de 55% de sa valeur. Actuellement, il se valorise à 14 fois ses bénéfices de 2010. Certes une valorisation en ligne avec l'ensemble du secteur, mais le sous provisionnement de la banque risque de peser lourdement sur les résultats futurs de la banque.

En matière de rémunération et pour la première fois depuis plusieurs années, la banque n'a pas distribué de dividendes compte tenu de sa situation exceptionnelle.

Compte tenu de ce qui précède, nous recommandons d'**alléger votre position sur le titre.**

UBCI: Conserver**Actionnariat**

Groupe BNP PARIBAS (50%)

Actionnaires Tunisiens (50%)

Titres

Nominal	5
Nombre	15 151 806
Capitalisation boursière (MD)	530

Cours

Clôture	35,000
31/12/2010	40,800

Variation

Début 2011	-12,2%
Année 2010	21,3%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	22,5
Bénéfice 2010	26,6

Dividende

Montant	0,825
Div Yield	2,7%

Valorisation

PE 2009	23,5
PE 2010	20,0
P/BV	2,7

(MD)	2008	2009	2010
Dépôts	1 299	1 398	1 662
Crédits	1 248	1 165	1 595
PNB	93,2	92,6	108,9
Résultat net	24,1	22,5	26,6
Coefficient d'exploitation	64,4%	69,3%	67,0%
CDL	9,4%	8,3%	6,7%
Couverture	73,3%	74,7%	73,5%

L'année 2010 :

L'exercice 2010 s'est soldé par une progression importante des principaux indicateurs de performance de l'UBCI.

En effet, au terme de cette année écoulée, les crédits ont atteint 1 595MD en progression de 37% par rapport à 2009. En matière de dépôts, ils ont cru de 18,8% à 1 662MD. Une légère amélioration au niveau de la structure des dépôts a été enregistrée puisque les dépôts les moins chers, en l'occurrence les dépôts à vue, ont pris plus de poids. Désormais, ils représentent 42,2% du total des ressources, ce qui a permis à la banque d'améliorer son coût des ressources à 2,2% contre 2,5% une année auparavant.

Cette performance de l'activité a permis au PNB de s'accroître de 17,6% à 108,8MD au 31/12/2010 (contre 92,6MD en 2009). Le PNB a essentiellement été soutenu par l'évolution de la marge sur intérêts +24% à 65,2MD et celle sur commissions de +13,3% à 29,8MD.

En termes de productivité, les charges opérationnelles de la banque se sont progressées de 13,6% à 73MD. La masse salariale représente à elle seule 58% de ces charges. En effet, l'extension rapide du réseau commercial (111 agences) a amené la banque à une politique massive de recrutement du personnel. Le coefficient d'exploitation de la banque, bien qu'il soit en appréciation de 2,3 points à 67% demeure à un niveau très élevé par rapport aux banques concurrentes.

En ce qui concerne la qualité d'actifs, la banque a réussi à améliorer son taux de créances accrochées de 1,5 point à 6,7% 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 73,5%. L'enveloppe allouée aux provisions a augmenté de 36% à 8,5MD. La banque a dû constater une provision supplémentaire relative à BRICORAMA, un projet appartenant à la famille de l'Ex-Président.

Au terme de 2010, la banque a affiché un bénéfice net de 26,6MD, soit une augmentation de 18% par rapport à 2009. Un bénéfice qui a été dopé d'un boni de fusion de 2MD. Rappelons que durant l'année 2010, la banque a procédé à une augmentation de capital suite à la fusion par absorption de ses filiales.

En matière de solvabilité, la banque affiche un ratio de 10,1% contre un minimum exigé par la Banque Centrale de Tunisie de 8%.

Les réalisations du premier trimestre 2011 :

Durant les trois premiers mois de l'année en cours et en dépit de la situation très difficile qui prévaut actuellement dans le pays, le PNB de la banque s'est accru de 20% à 27,6MD. Une progression alimentée essentiellement par la marge d'intérêt qui a augmenté de 29,3% à 17,3MD. L'encours de crédits de la banque a évolué de 3% par rapport à fin décembre 2010 à 1 643MD. Les dépôts de la clientèle quant à eux, ont progressé à un rythme plus élevé de 10,2% à 1 832MD.

Les charges opérationnelles de la banque ont affiché une progression de 16,6% à 17,2MD, mais n'a pas empêché la banque à d'améliorer son coefficient

d'exploitation de 190 points de base à 62,3% contre 64,2% à la même période de 2010.

Concernant les dégâts enregistrés lors des dernières émeutes qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011, la banque a subi l'endommagement de 32 agences et 6 DAB. Le coût de remplacement a été estimé à 2MD qui sera entièrement couvert par les compagnies d'assurances.

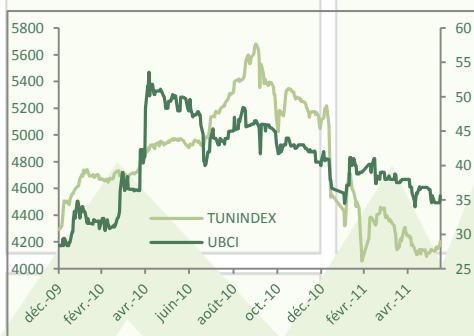
A partir du mois de juin 2011, la banque a opté pour un nouveau mode de gouvernance, à savoir un Président du Conseil d'administration et un Directeur Général. Ce dernier poste est assuré actuellement par M. Alain BISCAYE en attendant la nomination officielle d'un nouveau Directeur Général.

Aspect boursier :

Depuis le début de l'année, le cours de l'action a baissé de 12,2%. Malgré cette baisse, le titre se traite toujours à des niveaux de valorisation élevés. En effet, il se transige à 20 fois les bénéfices de 2010 contre 13,8 pour le secteur seulement.

Le programme de densification du réseau et la réorganisation de la banque durant ces dernières années ont commencé à donner leurs fruits. La banque dispose d'une assise financière très solide avec une rentabilité financière de l'ordre de 14,8%.

Cependant et compte tenu d'une valorisation chère par rapport à ses pairs, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.



UIB: Alléger

Actionnariat	
Société Générale (52,34%)	
Divers Groupes tunisiens (16,9%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	19 600 000
Capitalisation boursière (MD)	354
Cours	
Clôture	18,070
31/12/2010	20,800
Variation	
Début 2011	-13,13%
Année 2010	13,7%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	7,4
Bénéfice 2010	18,6
Dividende	
Montant	0
Div Yield	0%
Valorisation	
PE 2009	47,9
PE 2010	19,1
P/BV	3,6

(MD)	2 008	2 009	2 010
Crédits	1 641	1 884	2 250
Evolution	25,4%	14,8%	19,4%
Dépôts	1 775	2 006	2 250
Evolution	9,8%	13,0%	12,2%
PNB	90,5	105,2	122,0
Evolution	32,3%	16,2%	16,0%
Bénéfice net	0,9	7,4	18,6
Evolution	-100,5%	722,2%	151,4%
Coefficient d'exploitation	77,9%	67,8%	60,4%
CDL	35,60%	26,60%	18,60%
Couverture	72,80%	63,60%	56,30%

MD	2011e	2012e	2013e	2014e
Dépôts	2 590,0	2 925,0	3 295,0	3 700,0
Crédits	2 468,0	2 750,0	3 050,0	3 414,0
PNB	192,7	211,6	227,4	239,6
RBE	51,0	60,0	72,0	85,0
Bénéfice net	26,0	35,0	47,0	48,0

L'année 2010 :

Le programme d'assainissement et de restructuration entamé depuis plusieurs années commence à porter ses fruits. La banque a réussi à assurer un développement important de ses activités durant l'année 2009 et l'année 2010 en est la continuité.

En effet, l'encours des crédits est passé à 2 299MD affichant une progression de 22,3% par rapport à 2009. Les dépôts ont eux aussi augmenté, mais à un rythme moins soutenu puisqu'ils n'ont progressé que de 12,2%. La structure des dépôts est restée quasiment stable avec une répartition équitable entre les différents types de dépôts.

Compte tenu de cet accroissement de l'activité, le PNB de la banque s'établit à 122MD affichant une progression de 15,9%. Cette progression a été boostée par une nette amélioration de la marge d'intérêt de 14,4% et celle sur commissions de 17,2%.

D'un autre côté, un grand effort a été réalisé au niveau de la maîtrise des charges opératoires puisque ces dernières ont pratiquement stagné malgré l'accroissement de l'activité : les frais de personnel ont baissé de 1,3% par rapport à 2009. Ainsi, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 740p.b à 60,4%. Ce niveau demeure largement supérieur à la moyenne du secteur.

Les ratios de risque continuent de s'améliorer. Désormais, 18,6% du total des engagements de la banque est constitué de créances douteuses et litigieuses : un niveau qui s'est amélioré de 8 points par rapport à fin 2009, mais qui demeure tout de même largement supérieur à la moyenne des banques tunisiennes. Ces créances sont couvertes à hauteur de 51,8% par les provisions. La banque devrait améliorer davantage sa qualité d'actifs et fournir de plus amples efforts en matière de couverture afin de se conformer aux taux exigés par l'autorité de tutelle (15% de CDL et 70% en matière de couverture).

La banque a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice de 18,6MD, soit 2,5 fois de plus que celui réalisé en 2009.

L'année 2011 :

Les réalisations de la banque durant le premier trimestre de cette année font état d'une amélioration du PNB de 14,3% à 31,5MD. Une progression rendue possible grâce à la hausse de la marge d'intérêt de 21,8%. La productivité de la banque s'est améliorée avec une appréciation du coefficient d'exploitation de 440p.b. La banque a affiché un RBE de 12,8MD à fin mars 2011 (+28% par rapport à la même période de 2010).

Pour l'année 2011 dans son ensemble et malgré le contexte économique très difficile, le management de la banque demeure très confiant et prévoit un PNB de 133 (+9%) et un résultat net de 26MD (+39,7%). Nous estimons que ces projections sont trop ambitieuses surtout avec la conjoncture économique très difficile qui prévaut actuellement dans le pays.

La banque renouera avec la distribution des dividendes à partir de 2015 (au titre

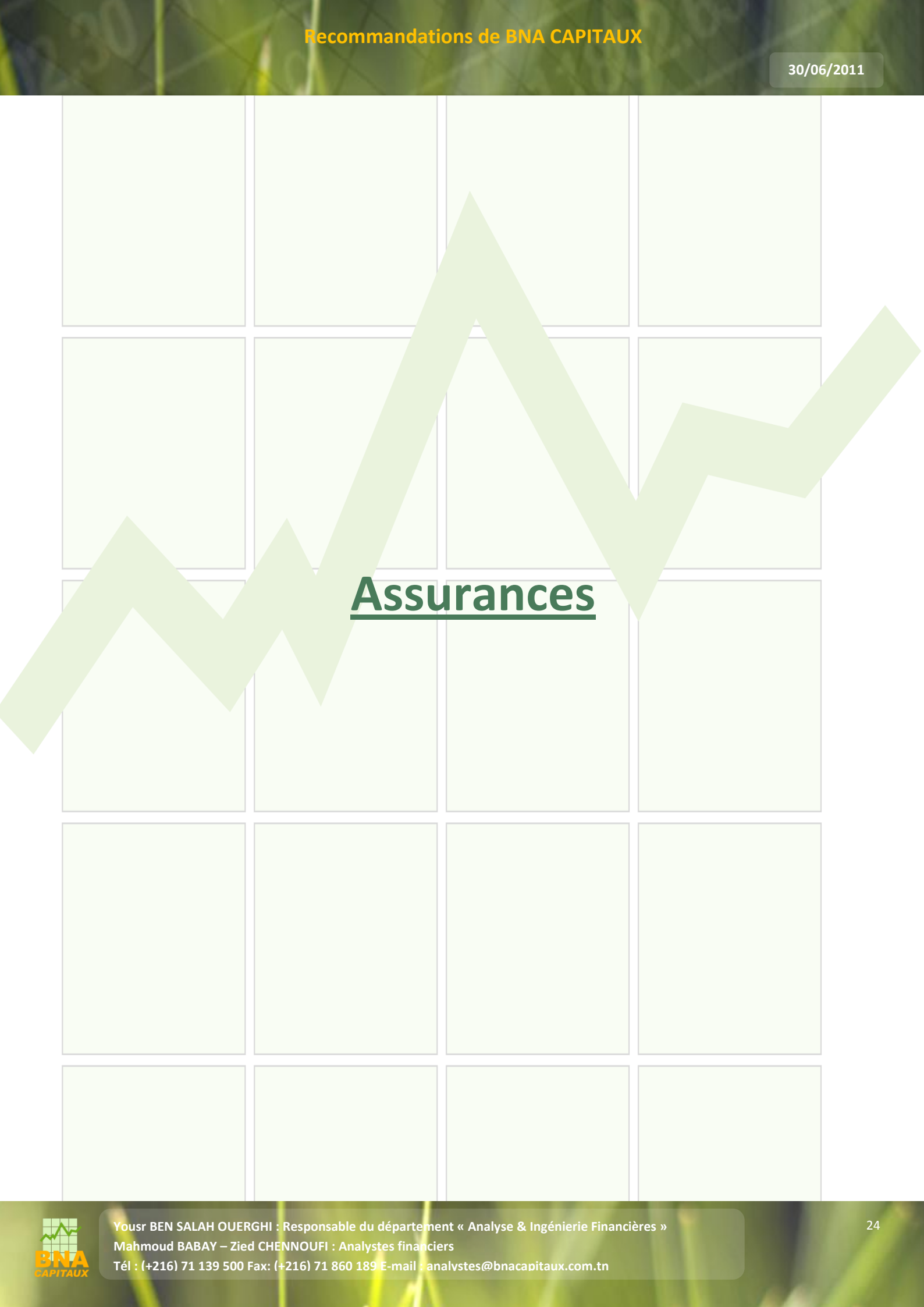


de l'exercice 2014). Rappelons que le dernier dividende distribué datait de juillet 2003.

Aspect boursier :

Le titre UIB a perdu 13,13% de sa valeur en 2011 après en avoir gagné 13,7% en 2010. Il se valorise à 19 fois ses bénéfices de 2010 et 13,5 fois ceux estimés pour l'année en cours.

En dépit d'une croissance soutenue ces dernières années, nous recommandons d'**alléger votre position** sur le titre du fait de la qualité d'actifs très médiocre.



Assurances

ASTREE: Conserver**Actionnariat**

BT (49,98%)

GACM (30,00%)

Titres

Nominal	5
Nombre	4 000 000
Capitalisation boursière (MD)	280

Cours

Clôture	69,900
31/12/2010	78,740

Variation

Début 2011	9,19%
Année 2010	26,2%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	15,8
Bénéfice 2010	16,1
Capitaux propres	70,9

Dividende

Montant	1,6
Div Yield	2,3%

Valorisation

PE 2009	17,7
PE 2010	17,4
P/BV	3,9

L'année 2010 :

L'année 2010 s'est caractérisée par une nette progression du chiffre d'affaires hors acceptation de 8,1%, contre 5,8% l'année précédente, pour s'établir à 91,6MD. Cette croissance a été véhiculée essentiellement par les branches Vie (+2,6MD) et Automobile (+1,8MD).

La branche vie constitue toujours le principal vecteur de croissance de la compagnie puisqu'elle accapare 19,8% du portefeuille global (2ème place après automobile).

La sinistralité de la compagnie s'est légèrement aggravée en 2010 en passant de 51,7% à 53,5%. Cette dépréciation provient de l'activité « Non Vie » dont le taux de sinistralité a atteint 68,4% (+8,8 points). Une tendance qui s'est atténuée par l'amélioration de la sinistralité de la branche « Vie » qui passe de 26,8% à 12,4% (-14 points).

L'augmentation importante des sinistres conjuguée à une progression des frais administratifs a impacté le ratio combiné de la compagnie qui s'établit désormais à 62,5%, en dégradation de 2,5 points par rapport à 2009.

Durant l'année écoulée et suite aux retombées des événements survenus entre décembre 2010 et janvier 2011 la société a jugé utile de consolider l'enveloppe des provisions techniques. Ces dernières ont augmenté de 14,4% par rapport à 2010. L'augmentation sensible des provisions techniques a fait diminuer le taux de couverture de la société de 3,5 points à 129,1% : un niveau qui demeure tout de même supérieur au minimum réglementaire de 100%.

En ce qui concerne l'activité financière, le portefeuille des placements a affiché une croissance de 11,3% pour s'établir à 224,3MD. Les revenus de placements (nets de charges) ont enregistré une croissance plus soutenue (+35%) imputable en grande partie à la réalisation de plus-values sur cession de titres.

La compagnie a clôturé l'exercice 2010 avec un bénéfice net de 16,1MD en accroissement de 2% par rapport à 2009.

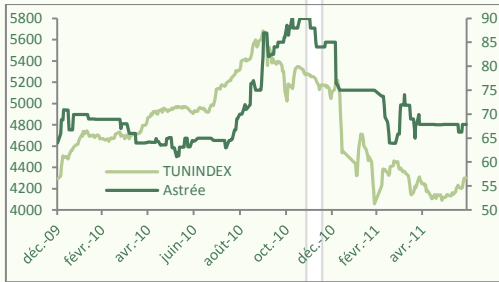
L'année 2011 :

Malgré le ralentissement économique, la compagnie a enregistré une augmentation de ses primes émises de 11% durant les trois premiers mois de 2011. Cette progression est induite principalement par la réalisation d'affaires nouvelles.

Les événements qu'a connus notre pays durant le mois de janvier 2011 ont engendré un nombre relativement important de déclarations de sinistres qui sont estimés à 8MD. Le schéma de réassurance mis en place et les fondamentaux solides de la compagnie ne pourraient en aucun cas compromettre la continuité et la pérennité de l'exploitation.

Pour l'année 2011 dans son ensemble, le management demeure confiant et prévoit la réalisation d'un chiffre d'affaires de 99,4MD (+8,5%) et un bénéfice net identique à celui de 2010.

	2008	2009	2010
Primes émises nettes	80,0	84,7	91,6
Résultat technique	14,3	16,8	15,5
Résultat net	13,7	15,8	16,1
Provisions techniques	139,7	151,9	173,7
Placements	181,2	201,5	224,3
Taux de sinistralité	57,9%	51,7%	53,5%
Ratio combiné	65,4%	60,0%	62,5%
Taux de couverture	129,7%	132,6%	129,1%
ROE	23,1%	22,8%	20,8%



Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre ASTREE a perdu plus de 9% de sa valeur depuis le début de cette année, à l'instar de la quasi-totalité des autres valeurs cotées. Il affiche un PE de 17,4 fois le bénéfice net de 2010 et un P/BV de 3,9. Une valorisation qui se compare favorablement par rapport à ses paires cotées, mais compte tenu de la faible liquidité du titre, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.

Assurances SALIM: Alléger**Actionnariat**

Groupe BH (37,2%)

Belhassen Trabelsi (9,1%)

Titres

Nominal	5
Nombre	2 660 000
Capitalisation boursière (MD)	82

Cours

Clôture	30,690
31/12/2010	24,760

Variation

Début 2011	26,78%
Année 2010	69,73%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	3,4
Bénéfice 2010	3,8

Dividende

Montant	0,700
Div Yield	2,3%

Valorisation

PE 2009	24,2
PE 2010	21,7
P/BV	2,9

L'année 2010 :

En 2010, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 36,8MD en progression de 10,7% par rapport à 2009. La branche vie occupe toujours la part prépondérante de l'activité avec 48,6% du chiffre d'affaires.

La sinistralité de la compagnie s'est aggravée en 2010 en passant de 47,4% à 60,3%. L'augmentation importante des sinistres conjuguée à une progression des frais administratifs a impacté le ratio combiné de la compagnie qui s'établit désormais à 91,5%, en dégradation de 9 points par rapport à 2009.

Durant l'année écoulée et suite aux retombées des événements survenus entre décembre 2010 et janvier 2011 la société a jugé utile de consolider l'enveloppe des provisions techniques. Ces dernières ont augmenté de 25% par rapport à 2010. Cependant, l'augmentation de l'enveloppe des placements (+25%) 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 BVMT a fait que le taux de couverture de la compagnie demeure inchangé à 113,6% : un niveau supérieur au minimum réglementaire de 100%.

L'activité technique s'est soldée par un résultat de 3,9MD en progression de 12,3% boostée essentiellement par la branche vie qui a vu son résultat technique augmenter de plus de 70% atténuant ainsi le résultat technique déficitaire de la branche « Non Vie ».

En ce qui concerne l'activité financière, le portefeuille des placements a généré des produits financiers de l'ordre de 3,4MD.

La compagnie d'assurances a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice net de 3,8MD, soit +11,5% par rapport à 2009.

Malgré la dilution de la rentabilité financière à 12,4% (contre 18,1% en 2009) suite à l'augmentation de capital de capital, elle demeure néanmoins très satisfaisante.

L'année 2011 :

Les indicateurs d'activité relatifs au premier trimestre 2011 pour « SALIM » font état d'une légère hausse des primes émises nettes de 0,9 % et qui ont atteint 4,7MD contre 4,6MD à la même période en 2010.

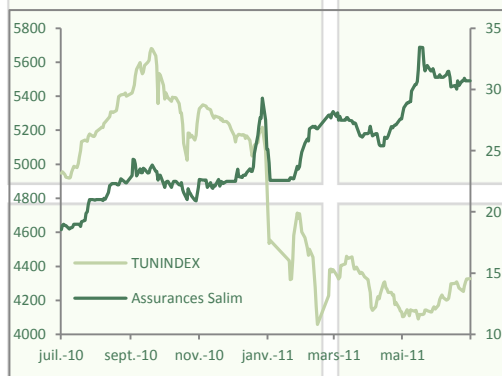
La visibilité pour l'année 2011 demeure très faible en cette période très particulière que traverse notre pays. La publication des états financiers intermédiaires arrêtés à fin juin 2011 viendront éclaircir beaucoup mieux nos projections pour l'année 2011 dans son ensemble.

Aspect boursier :

Depuis le début de l'année et malgré le contexte politico-économique qui prévaut actuellement dans notre pays, le titre « Assurances SALIM » a affiché une performance boursière de 26,8%. Il se valorise à 21,7 fois ses bénéfices de 2010 : un niveau que nous jugeons élevé par rapport au secteur coté transigeant 18,1x. De plus, il offre un rendement de 2,3% qui se compare favorablement par rapport au secteur.

Compte tenu de cette valorisation chère et de la visibilité très réduite pour le reste de l'année, nous recommandons d'alléger votre position sur le titre. Une recommandation qui pourrait être modifiée à la lumière des réalisations de la compagnie durant le premier semestre de 2011.

	2 008	2 009	2 010
Primes acquises	23 985	27 643	29 151
Résultat technique	1 192	3 441	3 865
Résultat net	2 253	3 369	3 758
Provisions techniques	45 894	54 987	68 745
Placements	53 606	62 412	78 080
Taux de sinistralité	61,5%	47,4%	60,3%
Ratio combiné	98,8%	82,5%	91,5%
Taux de couverture	116,8%	113,5%	113,6%
ROE	13,5%	18,1%	12,4%



STAR: Renforcer**Principaux actionnaires**

Etat Tunisien et entreprises publiques (38,6%)
GROUPAMA S.A (35%)

Titres

Nominal	10
Nombre	2 307 693
Capitalisation boursière (MD)	311

Cours

Clôture	134,980
31/12/2010	187,980

Variation

Début 2011	-27,7%
Année 2010	32,3%

Chiffre clés

Bénéfice 2009	33,7
Bénéfice 2010	17,8
Capitaux propres	207,6

Dividende

Montant	1,800
Div Yield	1,3%

Valorisation

PE 2009	9,2
PE 2010	17,5
P/BV	1,5

L'année 2010 :

L'année 2010, n'a pas été des meilleures chez la STAR. En effet, le résultat net de la compagnie a baissé de 47,3% à 17,8MD au 31/12/2010, contre 33,7MD à la même date en 2009. Cette baisse considérable du bénéfice est imputable essentiellement à la dégradation de la sinistralité « Non Vie » de 14,1 points et s'établit désormais à 89,8%. De plus et suite à l'augmentation excessive des frais d'exploitation de 25,6%, le ratio combiné de cette branche a franchi la barre de 100% à 102%. Cette hausse est due à la volonté du management d'améliorer les conditions de travail et de réduire le risque opérationnel encouru par la société. Ainsi et malgré la faible progression du chiffre d'affaires « Vie » de 0,7%, cette activité s'est soldé avec un résultat technique de 9,6MD en baisse de 73,5% par rapport à 2009.

En ce qui concerne l'activité « Vie », malgré la progression du chiffre d'affaires de 1,5% à 7,3MD, l'augmentation des frais opérationnels de 33,4% a grevé le résultat technique « Vie » de la compagnie qui s'établit à -101mD contre 1,5MD en 2009.

En matière de gestion financière, les placements de la compagnie ont généré des revenus de 40,2MD en progression de 11% par rapport à 2009 ce qui a permis d'atténuer un peu la diminution du bénéfice net de la compagnie.

Néanmoins et malgré cette forte chute du résultat, la compagnie affiche de très bons ratios prudentiels, avec un taux de couverture de 140% et des fonds propres représentant plus de 4 fois la marge de solvabilité réglementaire. Ces marges réconfortantes lui permettent de développer beaucoup plus, les branches les plus équilibrées et de réaliser ainsi une meilleure rentabilité pour les prochains exercices.

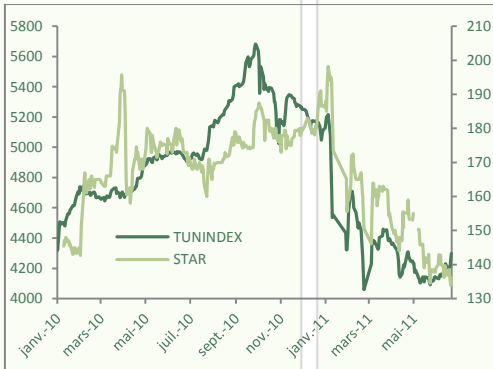
L'année 2011 :

Durant le premier trimestre de l'année en cours, le chiffre d'affaires a enregistré une baisse de 12% à 68,2MD. Une baisse qui a concerné pratiquement toutes les branches d'activité.

Les événements survenus au mois de janvier 2011 ont occasionné des sinistres à la charge de la compagnie d'une valeur de 5MD. Toutefois, la couverture en réassurance lui permet d'être à l'abri de tout risque menaçant la pérennité de l'exploitation. De plus et en matière d'Assurance Automobile, une forte progression des dossiers relatifs aux garanties « Incendie et Vol » a été enregistrée au courant de ce premier trimestre 2011 (294 dossiers contre 101 à la même période de 2010).

Sur un autre plan, les efforts fournis par le partenaire stratégique Groupama commenceront à porter leurs fruits à partir de cette année. En effet, la STAR prévoit le lancement de nouveaux services répondant au mieux aux attentes évolutives du marché. L'amélioration des services rendus à la clientèle est elle aussi à l'ordre du jour avec la mise en place d'une nouvelle plateforme « Auto Service + ».

	2008	2009	2010
Primes émises nettes	201,2	209,6	212,8
Résultat technique	40,3	37,8	9,5
Résultat net	32,6	33,7	17,8
Provisions techniques	392,4	397,4	423,1
Placements	540,2	563,2	592,2
Taux de sinistralité	77,7%	74,6%	87,4%
Ratio combiné	86,8%	85,0%	100,5%
Taux de couverture	137,7%	141,7%	140,0%
ROE	16,6%	17,0%	8,4%



Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre STAR se traite à 17,5 fois ses bénéfices de 2010 et affiche un P/BV de 1,5 : des niveaux en ligne avec le secteur mais en légère surcote par rapport à l'ensemble du marché.

Compte tenu de la solidité financière de la compagnie, de l'appui du partenaire stratégique et malgré le point évoqué ci-dessus, nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre.

Tunis Re: Conserver (+)**Principaux actionnaires**

BNA (16,3%)
 STAR (14,5%)
 STB (4%)

Titres

Nominal	5
Nombre	9 000 000
Capitalisation boursière (MD)	95

Cours

Clôture	10,590
31/12/2010	14,760
Cours d'introduction	7

Variation

Début 2011	-28,25%
Année 2010	110,9%
Depuis l'introduction en bourse	51,3%

Dividende

Montant	0,375
Div Yield	3,5%

Valorisation

PE 2009	18,9
PE 2010	20,0
P/BV	1,4

L'année 2010 :

L'année 2010 peut être considérée comme une année sinistrée pour l'ensemble du secteur des assurances. Le réassureur national a enregistré d'importants sinistres dont les plus gros sont :

- Le crash de l'avion appartenant à Mauritania AW's survenu en juillet 2010 dont la part brute supportée par Tunis Re est de 47,4MD. Après rétrocession, la part de la société n'est que de 0,5MD ;
- Les derniers événements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011 ont occasionné des dégâts considérables dont le plus important est celui de l'hypermarché Géant. La part brute revenant à Tunis Re est de 14,3MD, mais en net, elle n'est que de 0,5MD.

En conséquence, la charge de sinistres nette de la rétrocession s'établit désormais à 19,5MD supérieure de 21,1% par rapport à l'année dernière.

Le taux de sinistralité s'est donc déprécié passant de 57,7% en 2009 à 58% en 2010.

En ce qui concerne l'activité, le chiffre d'affaires de la société a augmenté de 21,3% à 73,7MD dépassant ainsi les projections du business plan de 9,6%. L'amélioration a concerné toutes les branches et un grand saut revient à la branche « Vie » dont l'activité a performé de 145% à 3,5MD et elle gagne ainsi 2,4 points dans la structure du chiffre d'affaires de la compagnie à 5%.

L'augmentation sensible de la sinistralité a freiné la progression du résultat technique à 10% pour s'établir à 813mD (contre 739mD en 2009). Le ratio combiné quant à lui, mesurant l'efficacité de la gestion des compagnies d'assurances et de réassurance s'est amélioré à 97,6%, soit une appréciation de 0,3 points.

Quant à l'activité financière, elle a généré des revenus nets de 5,8MD en progression de 10,4% par rapport à 2009. Les placements ont évolué de 15,6% à 154,6MD 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.

D'un autre côté et en raison de l'augmentation sensible de l'écart de conversion suite à la dépréciation du dinar par rapport aux monnaies étrangères, la compagnie de réassurance a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice net de 4,7MD en régression de 5,6% et en décalage par rapport au business plan de 23%. Tunis Re aurait pu largement respecter ses prévisions, voire même les dépasser si la sinistralité s'était établie à un niveau normal.

Malgré l'augmentation sensible des provisions techniques (+31,8%) en raison de la forte sinistralité, Tunis Re arrive tout de même à afficher un ratio de couverture de 100%, soit le minimum requis par les autorités de tutelle.

(mD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	59 713	60 777	73 721
Résultat net	5 054	5 041	4 758
Provisions techniques	104 238	116 171	153 211
Placements	130 315	134 195	153 483
Taux de sinistralité	55,8%	57,7%	58,0%
Ratio combiné	95,4%	97,3%	97,6%
ROE	10,9%	10,4%	7,3%

L'année 2011 :

Le secteur des assurances a été très impacté par les derniers événements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011. Plusieurs unités industrielles et commerciales ont été touchées dont 144 centres commerciaux et 322 agences bancaires. Le total des dégâts assurables engendrés par ces émeutes et mouvements populaires totalise 200MD à la charge du secteur des assurances.

Pour Tunis Re, la charge brute avant rétrocession est de 48MD dont 15MD comptabilisée au titre de l'exercice 2010. Le reste (soit 33MD) sera supporté par l'exercice en cours. La charge nette de ces sinistres a été estimée à 3MD.

Par ailleurs, le ralentissement économique qui prévaut actuellement en Tunisie a affecté sensiblement la production du secteur des assurances. Un fléchissement qui a touché essentiellement les contrats d'assurances liés à l'activité commerciale (Transport des Facultés et Crédit à l'exportation) et ceux relatifs aux opérations d'investissement. La reprise dépendra certainement des nouvelles orientations du pays ainsi que des perspectives futures relatives au climat économique, social et politique dans le pays. Cependant et suite aux différents sinistres enregistrés, une éventuelle augmentation tarifaire au niveau de la couverture des risques socio-politiques est très envisageable et le développement d'un potentiel assurable au niveau régional jouera en faveur de l'activité de Tunis Re.

D'un autre côté, la propagation du vent de la révolution sur les marchés arabes affectera certainement l'activité de la société. En 2010, la zone MENA représente à elle seule 19% du volume d'affaires. Ainsi, la société révisera à la baisse ses objectifs fixés afin de minimiser son exposition sur cette zone où le risque de sinistralité est très important.

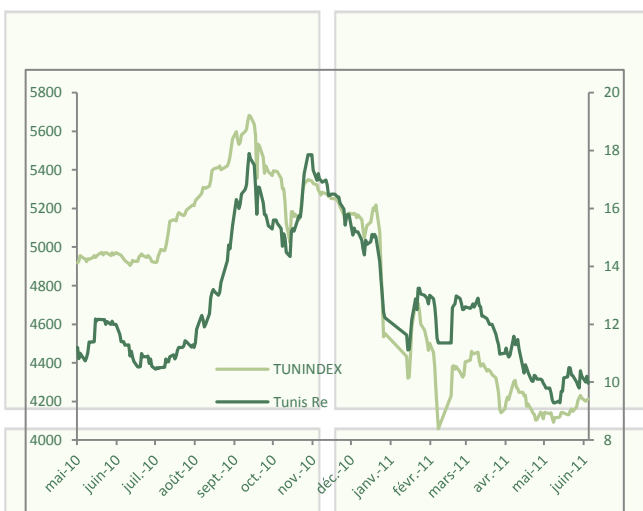
Par contre, il est important de signaler que les sinistres engendrés par la révolution libyenne seront exclus de la couverture en réassurance vu leur caractère de risque « Guerre civile ».

Sur un autre plan et dans le but de diversifier davantage son activité et son champ d'intervention, la société a mis en place une structure Retakaful, opérationnelle depuis le début de cette année afin de satisfaire une demande en forte croissance surtout au niveau des marchés asiatiques. Cette activité a généré sur les trois premiers mois de cette année un chiffre d'affaires de 267mD.

Globalement, les perspectives d'avenir de la compagnie nous paraissent prometteuses. Même si à court terme, nous pensons qu'une forte sinistralité (jugée exceptionnelle) devra impacter la rentabilité de la société, mais à moyen terme, le potentiel de croissance est très important surtout à l'échelle internationale. L'ouverture prochaine d'un bureau de représentation en Afrique subsaharienne permettra à la société de tirer profit du potentiel de croissance existant dans cette zone sans compter la proximité vers d'autres marchés et le contact direct avec les partenaires. La nouvelle activité Retakaful mise en place selon les normes de la finance islamique viendra elle aussi booster le chiffre d'affaires du réassureur national.

La prochaine consolidation des fonds propres devra permettre à la société d'améliorer son rating et sa solidité financière dans le but de renforcer sa position sur le marché local et développer son activité internationale. En effet, durant l'AGO tenue au mois de Juin, la PDG de la société a annoncé que cette augmentation aura lieu, dès que les conditions du marché le permettront.

Par ailleurs, le management a promis d'actualiser son business plan pour la période 2011-2015 en tenant compte de l'impact des derniers événements ainsi que la révision des objectifs fixés sur la zone MENA.

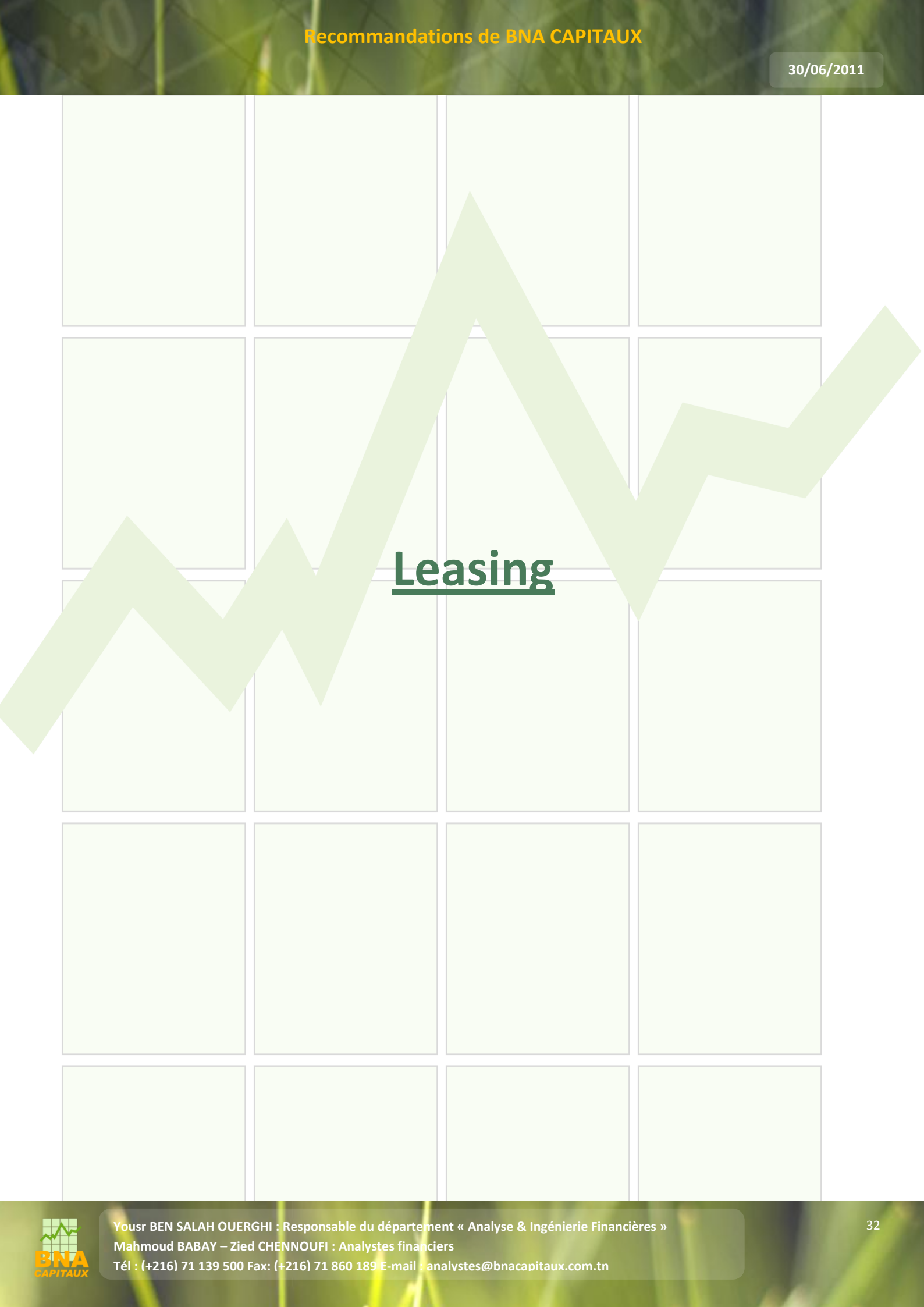


Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre Tunis Re a été parmi les gros gagnants de la bourse en 2010. Il a affiché une performance boursière de 111%. Néanmoins, depuis le début de l'année 2011 et vu le contexte politico-économique qui prévaut actuellement dans le pays, le titre a perdu plus de 28% de sa valeur.

Actuellement, il se valorise à 20 fois ses bénéfices de 2010 : une surcote de 10,5% par rapport au secteur des assurances et 27,4% par rapport à l'ensemble du marché. Cette prime se justifie par la croissance escomptée pour les prochaines années. De plus, il offre un rendement en dividende de 3,5% parmi les plus élevés du secteur des assurances.

Compte tenu de tout ce qui précède, nous réitérons notre recommandation sur le titre : **Conserver (+)**.



Leasing

ATL: Conserver

Actionnariat	
ATB (32,6%)	
ENNAKL(10,7%)	
BNA (10%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	17 000 000
Capitalisation boursière (MD)	83
Cours	
Clôture	4,900
31/12/2010	5,920
Variation	
Début 2011	-17,2%
Année 2010	14,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	6,6
Bénéfice 2010	7,5
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	4,1%
Valorisation	
PE 2009	12,7
PE 2010	11,1
P/BV	1,8

(mD)	2 008	2 009	2 010
Mises en forces	137 967	166 869	226 850
Produits nets de leasing	12 437	15 138	17 665
Coefficient d'exploitation	36,20%	34,50%	33,30%
Taux de CDL	8,60%	7,10%	5,40%
Taux de couverture	78,30%	76%	78,30%
Résultat Net	5 325	6 571	7 527

(MD)	2 011	2 012	2 013	2 014
Mises en forces	120,0	231,0	245,0	257,0
Produits nets de leasing	15,5	21,5	21,9	21,1
Résultat net	5,8	10,3	10,6	10,1
Coefficient d'exploitation	40,0%	29,0%	30,3%	33,5%
Taux de CDL	7,0%	5,4%	5,4%	5,4%
Taux de couverture	75,0%	76,7%	77,7%	79,7%

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, les mises en force de l'ATL ont affiché une progression de 36% à 226,8MD : une progression qui se compare favorablement par rapport à l'évolution générale du secteur du leasing (+42,3% à 1438,8MD).

Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 16,7% par rapport à 2009 (17,7MD).

En terme de productivité, le coefficient d'exploitation de la société s'est apprécié de 1,3 points : ceci dénote d'une gestion des charges opérationnelles très bien maîtrisée et ce malgré l'ouverture de nouvelles agences. Actuellement, l'ATL dispose d'un réseau d'agences composé de 9 points de vente répartis sur l'ensemble du territoire.

En matière de qualité d'actifs, l'ATL est parvenue à améliorer son taux de créances classées de 1,7 points à 5,4% (contre 7,1% en 2009). Quant à la couverture de ces créances douteuses par les provisions, elle se situe à 78,3% contre 75,8%.

En 2010, le coût du risque a nettement augmenté à 13% (contre 5,6% en 2009). En effet, suite aux événements exceptionnels qu'a connu le pays durant la période post révolution, une augmentation significative du volume d'impayés a été enregistrée durant les premiers mois de l'année 2011. Un réexamen du portefeuille clientèle a été opéré ayant induit à une constatation d'une dotation supplémentaire de 876mD.

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 aucune notification de la part de l'administration fiscale n'est parvenue et aucune provision n'a été constatée jusqu'à ce jour.

L'ATL a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice net de 7,5MD en progression de 14,6% par rapport à 2009.

L'année 2011 :

Pour le premier trimestre 2011, les mises en force de la société ont baissé de 30,5% par rapport à la même période en 2010 pour s'établir à 38,4MD. L'augmentation du volume des impayés a entraîné une aggravation du taux de créances accrochées de 5,1 points à 10,5% à fin mars 2011.

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, d'une réduction importante des quotas d'importation du matériel roulant ainsi que d'une augmentation vertigineuse du retour des impayés. Ces prévisions tablent donc sur :

- Une baisse du volume d'activité de 47% à 120MD ;
- Des revenus nets de leasing en régression de 12% à 15,5MD ;
- Une diminution du bénéfice net de 22,7% à 5,8MD.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre ATL s'est déprécié de 17,2% depuis le début de l'année. Actuellement, il se valorise à 11,1 fois les bénéfices estimés pour l'année en cours, soit en décote par rapport à l'ensemble du secteur coté. De plus, il offre un rendement de 4,1%, soit plus que le marché dans son ensemble. Compte tenu de ce qui précède et malgré les fondamentaux solides de la société, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre. Une recommandation qui pourrait être modifiée à la lumière des réalisations de la société durant le second semestre 2011.

CIL: Conserver**Actionnariat**

Sté Gle Financière- SICAF (20,2%)

TTS (19,4%)

Titres

Nominal	5
Nombre	4 000 000
Capitalisation boursière (MD)	75

Cours

Clôture	18,700
31/12/2010	29,280

Variation

Début 2011	-12,04%
Année 2010	44,6%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	7,3
Bénéfice 2010	7,8

Dividende

Montant	0,750
Div Yield	4,0%

Valorisation

PE 2009	10,2
PE 2010	9,6
P/BV	1,9

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, les mises en force de la société ont affiché une progression de 28,13% à 191,3MD : un rythme moins élevé que l'ensemble du secteur où le total des mises en force s'élève à 1 438MD, soit +43,8% par rapport à 2009.

Les produits nets de leasing ont atteint 16,3MD contre 14,9MD une année auparavant soit une augmentation de 9,7%.

Les charges opérationnelles n'ont augmenté que de 2,2% ce qui ramène le coefficient d'exploitation de la compagnie à 30,3% en appréciation de 2,3%.

En matière de qualité d'actifs, le ratio de couverture s'est dégradé passant de 94% à 75,2% expliquée par la prise en compte des événements qu'a connu notre pays suite à la révolution du 14 janvier 2011. Un réexamen du portefeuille clientèle a été opéré ayant induit à une constatation d'une dotation supplémentaire de 3,5MD. Le ratio de créances classées s'établit désormais à 7,6% contre 6,5% en 2009.

Sur un autre plan, des revenus exceptionnels ont été enregistrés cette année suite à la cession d'immobilisations avec une plus-value de 2MD.

Le bénéfice net de la CIL s'établit à 10,4MD en progression de 41%. En retraçant ce bénéfice de ce profit exceptionnel, le résultat net de la société se situerait à 7,8MD soit une augmentation de 6% seulement par rapport à 2009.

L'année 2011 :

Pour le premier trimestre 2011, les mises en force de la société ont baissé de 6,4MD (-15%) par rapport à la même période en 2010.

Néanmoins et malgré un contexte très difficile caractérisé par une augmentation du volume des impayés, le taux de créances accrochées des trois premiers mois de 2011 est resté quasiment identique à celui arrêté à fin décembre 2010.

Pour l'année 2011 dans son ensemble, le management reste confiant avec des mises en force de 165MD (-13,7%) et un bénéfice meilleur que celui réalisé en 2010.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le cours de l'action CIL a perdu plus de 12% depuis le début de l'année 2011, à l'instar de la majeure partie des valeurs cotées. Actuellement, le titre se valorise à 9,6 fois ses bénéfices de 2010 et affiche un P/BV de 1,9 : une valorisation que nous jugeons en décote de 27% par rapport à l'ensemble du secteur. Le titre offre un rendement en dividende de 4%.

La dernière AGE a décidé d'augmenter le capital social de la société de 5MD par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour 4 détenues.

Compte tenu de ce qui précède et malgré les fondamentaux solides de la société, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la conjoncture économique.

(mD)	2 008	2 009	2 010
Mises en forces	135 300	149 300	191 300
Produits nets de leasing	12 600	14 881	16 325
Coefficient d'exploitation	31,4%	32,6%	30,3%
Taux de CDL	7,8%	6,5%	7,6%
Taux de couverture	94,4%	94%	75,2%
Résultat Net	4 274	7 339	7 778*

*Retraité de la plus-value de cession des immobilisations



El Wifek Leasing: Alléger**Actionnariat**

Groupe STB (22,63%)
Hédi BEN AYED (12,6%)
LAFICO-TUNISIA (13,23%)

Titres

Nominal	5
Nombre	3 000 000
Capitalisation boursière (MD)	70

Cours

Clôture	23,200
31/12/2010	25,900

Variation

Début 2011	-10,4%
Année 2010	94,1%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	2,5
Bénéfice 2010	3,2
Capitaux propres	21,8

Dividende

Montant	0,500
Div Yield	2,2%

Valorisation

PE 2009	28,3
PE 2010	21,4
P/BV	3,2

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, les mises en force de la société ont affiché une progression notable de 35% à 89,3MD, 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 28% par rapport à 2009 (7,3MD).

En matière de productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 2,6 points à 33,3% : un niveau qui en dessous de la moyenne du secteur coté (37,9%).

Sur un autre plan et afin de s'aligner à la concurrence, la société a dû réduire son taux de financement de 40 p.b à 10,6% mais il reste tout de même supérieur à la moyenne du secteur coté (10,4%). D'un autre côté, la société est arrivée à améliorer son coût de ressources de 90 p.b à 5,3% contre une moyenne sectorielle de 5,6%.

La société a clôturé l'exercice 2010 avec un bénéfice net de 3,2MD en progression de 32,2% par rapport à 2009.

En ce qui concerne la qualité d'actifs, la société a vu son taux de créances classées se déprécier légèrement de 12 points de base à 2,97%, mais qui demeure le meilleur sur la place. Ces créances sont couvertes en totalité par les provisions (100%) contre une moyenne de couverture pour les autres concurrentes cotées de 81,4%.

Par ailleurs, les engagements de la société avec les membres de la famille de l'Ex-Président totalisent un montant de 290,2mD totalement provisionné.

L'année 2011 :

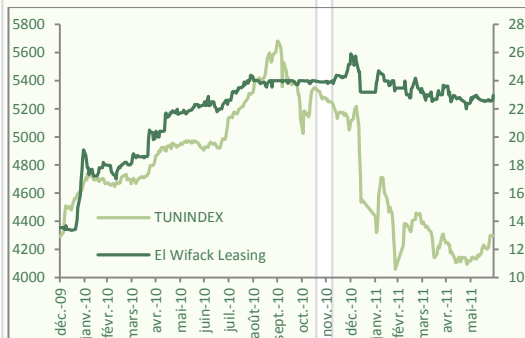
Durant les trois premiers mois de 2011 et malgré les évènements qu'a connu le pays en début de l'année 2011, les mises en force sont restées quasiment stables (19,4MD), les produits nets de leasing ont augmenté de +15% à 1,9MD. Le premier trimestre s'est caractérisé aussi par l'augmentation du volume d'impayés avec un taux de créances classées qui s'établit désormais à 4,1% (+1,1 point par rapport à fin décembre 2010).

Pour l'année 2011 dans sa globalité, la société prévoit une progression de 14% de son activité. Le volume de mises en forces attendu pour 2011 est de 102MD ce qui permettrait de générer 14,9MD de revenus de leasing soit une évolution de 28% par rapport à 2010.

Le produit net du leasing est estimé à 9,5MD en amélioration de 30%, ce qui permettrait de dégager un résultat net de 4,1MD pour l'année 2011 (+25,7%). Nous estimons que ces chiffres sont optimistes au vu de la situation actuelle de l'économie tunisienne.

L'année 2011 verra aussi le lancement du 3^{ème} emprunt obligataire. Le recours au marché financier permet de diversifier les ressources de la société et d'éviter la dépendance aux crédits bancaires.

(mD)	2010	2009	2008
Mises en force	89 275	66 113	49 504
Produits net de leasing	7 286	5 690	3 995
Résultat d'exploitation	3 858	2 548	1 600
Résultat net	3 248	2 457	1 455
Coefficient d'exploitation	33,3%	35,9%	38,0%
Taux de créances classées	3,0%	2,9%	2,5%
Taux de couverture	100,0%	100,0%	91,3%
ROE	16,2%	13,0%	12,7%



Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le cours du titre El Wifack Leasing a baissé de 10,4% depuis le début de l'année contre 15,9% pour l'ensemble du marché. Il se valorise à 21,4 fois les bénéfices de l'année 2010, un niveau que nous jugeons élevé par rapport à l'ensemble du secteur (13,2).

Il offre un rendement en dividende de 2,2% jugé très faible par rapport au secteur et la place boursière en général.

Tenant compte de cette valorisation élevée et malgré les bons fondamentaux conjugués avec une excellente qualité d'actifs, nous recommandons d'**alléger votre position** sur le titre.

Attijari Leasing: Conserver**Actionnariat**

Groupe Attijari Bank (65,2%)

Groupe Doghri (11,2%)

Titres

Nominal	10
Nombre	2 125 000
Capitalisation boursière (MD)	84

Cours

Clôture	39,300
31/12/2010	45,580

Variation

Début 2011	-13,8%
Année 2010	92,2%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	3,2
Bénéfice 2010	6,9

Dividende

Montant	0
Div Yield	0%

Valorisation

PE 2009	26,2
PE 2010	12,0
P/BV	3,8

L'année 2010 :

L'année 2010, a été une très bonne année pour Attijari Leasing, avec des approbations en croissance de 49,8% par rapport à l'année 2009. La production de la société a augmenté de 68MD (+67%), à 170MD. Une progression plus rapide que celle enregistrée par l'ensemble du secteur (+43,8%). La société maintient toujours sa 5^{ème} position au niveau du secteur avec une part de marché de 11,8% en appréciation de 1,8 points par rapport à 2009.

En ce qui concerne l'activité Factoring, le chiffre d'affaires s'est nettement apprécié pour passer de 7,8MD au 31/12/2009 à 11,3MD en 2010. Cette progression de 44% du chiffre d'affaires est essentiellement due à la signature de trois nouveaux clients importants. Ceci s'est répercuté sur les commissions d'affacturage qui ont augmenté de 23,4% à 390MD.

A fin 2010, les produits nets de leasing ont progressé de 58,6% à 9,9MD.

Les charges d'exploitation se sont accrues de 21,3% pour passer de 2,5MD au 31/12/2009 à 3MD à la même date en 2010. Le coefficient d'exploitation de la société s'est nettement apprécié au terme de cette année par rapport à l'année précédente, pour se stabiliser à 30,6% au lieu de 40% une année auparavant soit -9,4points.

Le résultat net de l'année s'établit à 6,9MD, soit plus que le double de celui enregistré en 2009 (3,2MD).

En ce qui concerne la qualité des actifs, une nette amélioration du taux de CDL a été réalisée (-10points), à 15,75%. Enfin, la société s'aligne aux recommandations de la BCT (15%), mais elle est toujours en deçà de la moyenne de ses paires cotées. Ces créances douteuses sont couvertes à hauteur de 73,2% contre 75,9% en 2009.

L'année 2011 :

En ce qui concerne les 3 premiers mois de l'année en cours, les mises en force ont atteint 30,2MD soit une régression de 32,8% par rapport à la même période de l'année précédente.

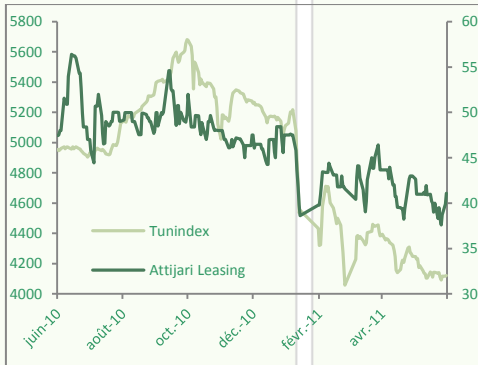
Par ailleurs et suite aux derniers événements succédant la révolution du 14 janvier 2011, un retour d'impayés considérable a été enregistré. Les engagements classés ont fortement augmenté de 10,8% par rapport à fin décembre 2010 à 41,5MD.

Le management de la société reste confiant et n'entend pas réviser son plan d'affaire 2010-2013. En effet, il s'engage à atteindre les objectifs escomptés en dépit des conditions difficiles du marché. Le business plan de la société prévoit pour l'année 2011 des produits nets de 11,9MD (+20%) et un bénéfice net de 7,6MD (+8,8%). Nous estimons que le business model présenté par le management est fort prometteur mais demeurera tributaire de l'évolution de la croissance économique du pays malgré le soutien de son actionnaire de référence (Attijari Bank).

La société renouera avec la distribution des dividendes à partir de l'année prochaine (au titre de l'exercice 2011). Il est bon de rappeler que le dernier dividende distribué datait de juillet 2004 d'un montant de 0,600D par action.

(mD)	2008	2009	2010
Mises en forces	43 875	101 800	170 059
Produits nets	2 850	6 274	6 906
RBE	511	3 766	6 906
Résultat net	1 859	3 184	6 955
Coefficient d'exploitation	82,1%	40%	30,6%
Taux de CDL	47,4%	25,7%	15,8%
Taux de couverture des CDL	72,2%	75,9%	73,2%

(MD)	2011	2012	2013
Mises en forces	180 000	220 000	270 000
Produits nets	11 939	14 921	18 638
RBE	8 489	10 718	13 704
Résultat net	7 567	8 331	9 231
Coefficient d'exploitation	28,9%	28,2%	26,5%



Aspect boursier :

Le titre Attijari Leasing présente un PE de 12 fois le bénéfice net réalisé en 2010 : une valorisation en décote par rapport à l'ensemble du secteur coté. Le programme de restructuration entamé depuis plusieurs années commence à porter ses fruits, rien que par l'augmentation exponentielle de l'activité. Cependant, une progression aussi rapide des volumes pourra avoir des répercussions négatives à long terme, surtout au niveau de l'augmentation du retour impayé. Ceci grèverait certainement la rentabilité future de la société. Tenant compte de tout ce qui précède et dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la croissance économique du pays, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.

Modern Leasing: Conserver**Actionnariat**

Groupe BH (56,13%)

Al Baraka Bank (5,79%)

Titres

Nominal	5
Nombre	4 000 000
Capitalisation boursière (MD)	39

Cours

clôture	9,650
31/12/2010	11,970
Cours d'introduction	8,500

Variation

Début 2011	-16,5%
Année 2010	40,82%
Depuis introduction	17,6%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	2,5
Bénéfice 2010	2,6
Bénéfice 2011	2,2
Capitaux propres	30,1

Dividende

Montant	0,350
Div Yield	3,6%

Valorisation

PE 2010	15,4
PE 2011	15,0
P/BV	1,3

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, les mises en force de la société ont affiché une progression notable de 50,2% à 72,6MD, 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 31,4% par rapport à 2009 (5 796MD).

L'augmentation sensible des charges opérationnelles en raison de l'ouverture de deux nouvelles agences (Sousse et Sfax) et la mise en place du nouveau site web de la société ont pesé lourdement sur le coefficient d'exploitation. Ce dernier s'est déprécié de 11,5 points à 58,9% (contre 47,4% en 2009). La densification du réseau s'accroîtra en 2011 avec l'ouverture de 2 nouvelles agences et qui portera le réseau à 4 points de vente à fin 2011.

La société a clôturé l'exercice 2010 avec un bénéfice net de 2 580MD en progression de 2,8% par rapport à 2009 et de 22,3% par rapport à son business plan. En matière de qualité d'actifs, la société est parvenue à améliorer son taux de créances classées de 3,8 points à 5,4% (contre 9,26% en 2009). Ces créances sont couvertes par les provisions à hauteur de 84%. Néanmoins, et compte tenu des derniers événements qu'a connus le pays, la société a affiché un retour d'impayés de 43% durant les trois premiers mois de cette année (contre une moyenne annuelle de 25% en 2010).

Par ailleurs, les engagements de la société avec les membres de la famille de l'Ex-Président totalisent un montant de 5 858MD dont

4 267MD au profit de Carthage Cement et les Grandes Carrières du Nord Trade. Sur ces engagements, seule une créance envers la société SOTUDEF a été provisionnée pour 282MD.

En ce qui concerne les créances avec la Libye, le montant des engagements s'élève à 770MD dont 282MD considérés comme douteux et entièrement provisionnés. La société s'est assurée du bon état du matériel financé et que le risque de contrepartie induit de la crise libyenne est quasiment faible.

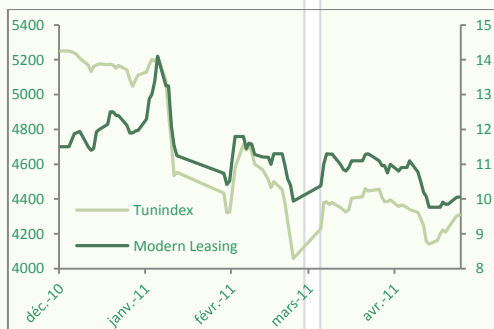
L'année 2011 :

Pour l'année 2011, le management estime qu'elle sera une année très difficile mais pas catastrophique. En effet, l'ensemble du secteur du leasing sera touché en raison du ralentissement du secteur privé et d'une éventuelle réduction des quotas d'importation des véhicules. Le bénéfice net prévu pour l'année 2011 est de 2,2MD, soit -15,4% par rapport à 2010 et -26,7% par rapport au business plan publié lors de l'introduction en bourse de la société en octobre 2010.

Le management a annoncé que le dit business plan sera actualisé en tenant compte des nouvelles données économiques du pays et ce au plus tard fin Juin 2011. Une actualisation qui n'a pas encore eu lieu jusqu'à la date de cette publication.

De plus, tous les projets de développement et d'extension seront mis en instance jusqu'à avoir une meilleure visibilité sur l'évolution de l'économie Tunisienne.

En mD	2010	2009	2008
Mises en force	72 644	48 358	33 201
Produits net de Leasing	5 796	4 410	4 045
Résultat d'exploitation	3 069	3 170	1 633
Résultat net	2 580	2 509	1 311
Taux de CDL	5,4%	9,3%	15,4%
Taux de Provisionnement	84,0%	84,7%	75,6%



Aspect boursier :

Depuis son introduction en bourse en Octobre 2010, le titre Modern Leasing affiche une performance boursière de 26%.

Actuellement le titre se traite à 19,6 fois son bénéfice estimé pour l'année en cours, contre 14 pour le secteur, affichant ainsi une surcote de 40%. Il offre un rendement de 3,25% jugé très appréciable par rapport à son secteur coté.

Tenant compte d'une valorisation considérée chère par rapport à ses pairs et des conditions économiques difficiles en cette période de transition politique, nous recommandons de **conserver votre position sur le titre.**

Tunisie Leasing: Conserver

Actionnariat	
Groupe Amen (51,34%)	
Stusid Bank (9,17%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	7 000 000
Capitalisation boursière (MD)	224
Cours	
Clôture	31,970
31/12/2010	34,890
Variation	
Début 2011	-5,93%
Année 2010	44,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,2
Bénéfice 2010	15,5
Dividende	
Montant	0,850
Div Yield	2,7%
Valorisation	
PE 2009	15,7
PE 2010	14,5
P/BV	2,2

L'année 2010 :

Le groupe TLG, a réalisé un résultat net en progression de 8,6% par rapport à l'année précédente à 15,5MD, contre 14,2MD l'année précédente.

Tunisie Leasing, la société mère du groupe demeure leader du marché en Tunisie avec des mises en force qui ont atteint 294,4MD en progression de 34,2% par rapport à l'année précédente et des produits nets à 23,3MD en augmentation de 10,2%% par rapport à l'exercice précédent.

Néanmoins, cette activité s'est soldée par un bénéfice net de 10,2MD en régression de 3,5% par rapport à 2009. Ce repli s'explique par un coût du risque désormais positif (8,7%) alors qu'il était négatif en 2009 grâce à l'important effort de recouvrement fourni par le management ces dernières années.

De plus une dotation supplémentaire a été constatée (+2MD) en 2010 suite à l'accroissement des engagements classés de 26,4% passant de 23,1MD en 2009 à 29,2MD à fin décembre 2010.

Ceci s'est traduit pas une dépréciation du taux de créances classées à 6,3% contre 6,1% en 2009. Le taux de couverture par les provisions s'établit à 77,5% contre 87,9% en 2009.

En matière de productivité et en dépit d'une augmentation des frais opérationnels de 11,4%, le coefficient d'exploitation ne s'est déprécié que de 0,5 points seulement à 41,1%.

L'activité leasing en Algérie (MLA), a enregistré une augmentation de 23% de sa production accompagnée d'une stabilisation des marges et un coût du risque à 0,68% de l'encours et un taux de CDL de 1,8%. Ces éléments permettent à MLA de contribuer à hauteur de 17% dans le résultat du groupe avec 2,6MD en croissance de 60% par rapport à l'année précédente.

L'activité LLD, affiche un résultat net en amélioration de 45% à 1,8MD qui contribue à hauteur de 11,9% dans le résultat du groupe.

L'activité factoring a enregistré une nette progression de ses revenus par rapport à 2009 (+7,9%) à 8,6MD. Néanmoins, la contribution de la société au résultat net du groupe a baissé de 4%, en raison du paiement du taux plein d'impôt (35%), suite à l'absence d'opportunités pour optimisation des charges fiscales.

Le capital investissement a contribué à 10,1% au résultat du groupe et l'intermédiation à 8,4% soit respectivement 1,6MD et 1,3MD.

L'année 2011 :

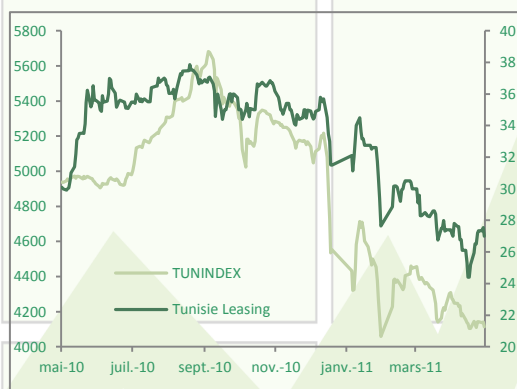
L'année 2011, risque d'être très difficile pour le groupe Tunisie Leasing. En effet, les activités du groupe sont de par leur nature très corrélées à l'évolution de l'économie Tunisienne. Le Leasing en Tunisie, est un secteur qui a été fortement touché par les derniers événements qui ont suivi la révolution du 14 Janvier et les chiffres le prouvent au niveau des réalisations du premier trimestre de l'année. Le rebond de ce secteur est tributaire de la reprise de l'activité économique où la visibilité n'est pas claire. Le management table sur une production de 191MD pour le leasing en Tunisie, soit le niveau de 2007 (-35% par rapport à 2010). Le management prévoit aussi une reprise en 2012 (+35%) qui continuera en 2013 (+25%). Il est prévu aussi de voir les marges de l'activité en Tunisie se replier de 13pts de base, accompagnée d'une augmentation du coût du risque de 0,5% suite à l'augmentation du volume des impayés.

Tunisie Leasing SA

(MD)	2008	2009	2010
Mises en force	208,2	219,3	294,4
Revenus du Leasing	33,1	35,6	40,0
Résultat net	8,8	105,0	10,2
Taux de CDL	7,2%	6,1%	6,3%
Taux de couverture des CDL	87,8%	87,9%	77,5%

Groupe Tunisie Leasing

(MD)	2008	2009	2010
Produits nets	34,4	40,5	49,1
Résultat d'exploitation	17,8	21,6	25,6
Bénéfice net part du groupe	11,4	14,2	15,5
ROE	20,1%	17,3%	16,7%



Pour le leasing en Algérie, le management prévoit une progression de 56% par rapport à 2010 à 9Milliards de dinars Algériens (171MDT). Rappelons que MLA devrait lancer un emprunt obligataire au cours de l'année 2011 et qu'une introduction de la société à la bourse d'Alger est fort probable d'ici peu. En 2011, les marges se maintiendront pour MLA mais les prévisions font état d'une augmentation de 1% du coût du risque. En dépit de la non évocation par le management du risque pays de l'Algérie, il est judicieux de rappeler que le vent de révolution arabe ne s'est pas encore calmé et que l'activité de leasing en Algérie ne résisterait pas autant si la révolution se déclenchait.

Pour le Factoring, les prévisions font état d'une croissance de 13% du chiffre d'affaires acheté en 2011 et de 15% de l'encours de financement. Malgré que pour l'année en cours la situation demeure normale, l'activité est fortement exposée au risque de défaut, qui se manifeste auprès de la majeure partie des sociétés financières de la place.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le cours de l'action TL a perdu 5,90% depuis le début de l'année 2011. Le PE de l'action se situe à 14,5 fois le bénéfice net de 2010 et son P/BV est à 2,2. Sur la base des éléments précités, nous vous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la situation économique en Tunisie et en Algérie.



Holding

Placements de Tunisie SICAF : Conserver

Actionnariat	
Groupe BT (52,01%)	
Groupe Mohamed RIAHI (28%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	1 000 000
Capitalisation boursière (MD)	37
Cours	
Clôture	37,200
31/12/2010	40,240
Variation	
Début 2011	-3,1%
Année 2010	1,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	1,8
Bénéfice 2010	2,2
Capitaux propres	14,0
Dividende	
Montant	1,800
Div Yield	4,8%
Valorisation	
PE 2009	21,2
PE 2010	17,2
P/BV	2,7

L'année 2010 :

La SICAF de la Banque de Tunisie, se porte bien et récompense ses actionnaires par un dividende de 1,800D, soit 18% du nominal et un Pay out de 83% et un Divi yield de 4,8%.

La société a clôturé l'année 2010 avec un bénéfice net de 2 167mD en amélioration de 23,6% par rapport à 2009. Une performance qui a été rendue possible grâce à l'augmentation des dividendes perçus de 298mD (+23%) mais aussi à l'augmentation des plus-values sur cessions de 166mD. Cette plus-value a concerné essentiellement les titres MONOPRIX (340mD) et BIAT (230mD) dont les cours ont fortement augmenté ces dernières années et la société a décidé de réaliser une partie de la plus-value latente sur ces titres.

De plus et durant l'année écoulée, la société a consolidé sa position sur la SFBT et SPDIT et a acquis de nouvelles lignes : ARTES, Carthage Cement et BT.

L'année 2011 :

L'année 2011 s'annonce très difficile pour la société. En effet, durant les trois premiers mois, aucun revenu n'a été enregistré en raison de la situation morose de la Bourse de Tunis. La société a dû constater des provisions pour 122mD. Ces provisions concernent essentiellement les titres : Carthage Cement, SFBT, BT, ARTES et Attijari Bank.

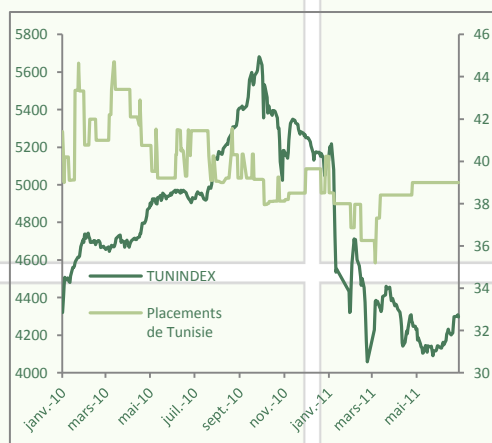
Le management de la société espère réaliser un bénéfice net pour 2011 comparable à celui de la moyenne des trois exercices précédents, soit 1,7MD (-21% par rapport à 2010)

Actuellement, le portefeuille de la SICAF recèle une plus-value latente de 24,5MD essentiellement concentrée au niveau de la participation dans le capital d'Astrée (15,8MD), Air Liquide (5,9MD) et Monoprix (2,1MD). Il est important de signaler que cette plus-value a été calculée sur la base des participations cotées seulement et que les autres participations non cotées n'ont pas été prises en compte pour manque d'informations.

Le management de la SICAF a affirmé que l'année 2011 est l'occasion pour la société pour consolider son portefeuille surtout avec le niveau actuel des cours.

Aspect boursier :

Le titre présente un PE de 17 fois le bénéfice net de l'année 2010 et P/BV de 2,7. Le cours de l'action demeure intimement lié à la santé de la bourse des valeurs mobilières et de l'évolution de l'économie tunisienne en général. Sur la base des éléments précités et compte tenu de la liquidité réduite du titre, nous vous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'une meilleure visibilité.



PGH: Conserver

Actionnariat	
Famille BEN AYED (36%)	
Famille BOUZGUENDA (20%)	
Famille BOURICHA (19%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	180 003 600
Capitalisation boursière (MD)	1 469
Cours	
Clôture	8,160
31/12/2010	9,300
Variation	
Début 2011	-5,4%
Année 2010	36,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	76,3
Bénéfice 2010	78,8
Capitaux propres	438,1
Dividende	
Montant	0,160
Div Yield	2%
Valorisation	
PE 2009	19,2
PE 2010	18,6
P/BV	3,4

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	929,5	943,6	1 133,9
Evolution	12,9%	1,5%	20,2%
Marge Brute	275,0	333,1	394,7
Taux de Marge brute	29,6%	35,3%	34,8%
EBITDA	127,4	161,2	190,6
Marge d'EBITDA	13,7%	17,1%	16,8%
Résultat	85,4	106,7	124,5
Marge opérationnelle	9,2%	11,3%	11,0%
Bénéfice net	68,6	76,3	78,8
Intérêts des	0,3	2,5	3,2
Bénéfice net part	68,3	73,9	75,7
Marge nette	7,3%	7,8%	6,7%

L'année 2010 :

Durant le 1^{er} 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 malgré 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 2^{ème} semestre, l'évolution de l'activité a été moins soutenue que prévue suite à la hausse des cours des matières premières et du dollar, à l'entrée tardive des nouveaux projets ainsi qu'aux difficultés rencontrées pour les sociétés implantées en Algérie et en Libye. Le chiffre d'affaires consolidé arrêté au 31/12/2010 s'établit à 1 133,9MD contre 943,6MD pour la même période de l'année précédente, soit une évolution de 20,2% qui s'explique principalement par l'augmentation du volume d'affaires dans la majorité des filiales et l'entrée en exploitation des nouveaux investissements.

Malgré la forte hausse des prix de matières premières courant 2010, le groupe PGH a pu tant bien que mal à conserver les niveaux de marge enregistrés en 2009. Ainsi, Le taux de marge brute et la marge d'EBITDA se sont établis respectivement à 34,8% et 16,8%. Le résultat d'exploitation a progressé de 16,7% à 124,5MD profitant des performances enregistrées au niveau de la plus part des filiales. Quant au résultat net part groupe, il s'établit à 75,7MD plombé par les charges financières nettes qui ont progressé de 45,2% à 38,4MD.

Du côté des investissements, le groupe a réalisé des investissements pour un montant de 117MD dont 72% en Tunisie et 28% entre la Libye, le Maroc et la Chine.

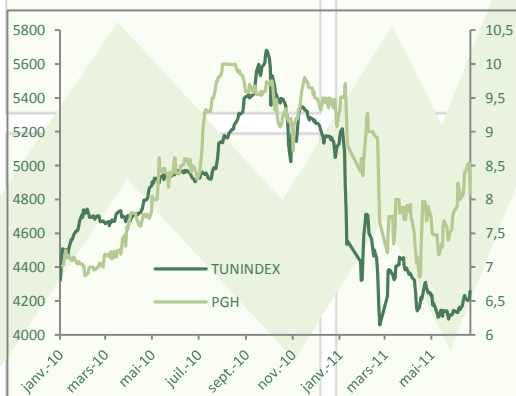
Par ailleurs, au mois de décembre 2010 le groupe PGH a racheté AGROMED : une société faisant partie du groupe ABDENNADHER en difficulté financière et ce pour une enveloppe de 22MD. Cette acquisition devrait permettre au groupe de renforcer sa position au niveau du secteur et accroître sa part de marché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

En ce qui concerne l'endettement du groupe, la dette nette a augmenté de 109,6MD à 539,7MD. Ainsi, le groupe PGH affiche un gearing de 123% relativement important. Malgré cet endettement, les charges financières nettes ne représentent que 20,1% de l'EBITDA : un niveau que nous jugeons tout de même raisonnable. En effet, l'essentiel de l'endettement du groupe a servi à financer les investissements du groupe qui durant les 4 dernières années ont été de 549MD.

L'année 2011 :

Malgré que les actifs du groupe PGH en Tunisie n'aient subi aucuns dégâts lors des derniers événements survenus au début de l'année en cours, 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

(en MD)	1 ^{er} trimestre		Variation
	2010	2011	
Intégration Avicole	106,3	104,8	-1,4%
Commerces & Services	36,9	32,0	-13,4%
Produits de grande	26,7	31,5	17,8%
Matériaux de constructions	25,2	22,2	-11,9%
Transformation d'acier	21,3	19,5	-8,5%
Emballage	15,4	15,7	1,9%
Bois & Biens d'équipements	15,4	11,2	-27,4%
Travaux Publics	11,9	8,4	-29,4%
Immobilier	2,9	2,3	-20,0%
Chiffre d'affaires non consolidé	262,0	247,5	-5,5%



des mouvements sociaux (grèves et blocage d'usine par des demandeurs d'emplois) notamment dans 4 usines du groupe.

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% au résultat net consolidé 2010.

Tous ces événements ont fait que les réalisations du groupe PGH au cours du 1^{er} trimestre 2011 soient en repli par rapport à la même période de 2010. Ainsi, le chiffre d'affaires non consolidé du groupe a été de 247,5MD contre 262MD au 31/03/2010 soit une baisse de 5,5% tiré vers le bas par l'ensemble des métiers du groupe sauf pour les produits de grande consommation qui a progressé de 17,8%.

Pour 2011 et compte tenu de la persistance de la situation d'instabilité actuelle en Libye, d'une conjoncture économique nationale difficile ainsi que de la volatilité des cours mondiaux des matières premières, nous estimons que les chiffres annoncés par le groupe lors de la dernière communication financière en décembre 2010 devraient être révisés à la baisse.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre se valorise à 18,5 fois ses bénéfices de 2010 en surcote par rapport à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende de 2%. 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.

SPDIT SICAF : Conserver**Principaux actionnaires**

Groupe SFBT (81,5%)
Mohamed RIAHI (5%)

Titres

Nominal 1
Nombre 26 880 000
Capitalisation boursière (MD) 156

Cours

Clôture 5,800
31/12/2010 7,06

Variation

Début 2011 -11,9%
Année 2010 19,7%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009 9,1
Bénéfice 2010 15,7
Capitaux propres 47,3

Dividende

Montant 0,420
Div Yield 7,2%

Valorisation

PE 2009 17,1
PE 2010 9,9
P/BV 3,9

L'année 2010 :

L'année s'est soldée par un bénéfice net substantiel de 15,7MD contre 9,1MD en 2009, soit +72,5%. Ceci a été rendu possible grâce aux dividendes perçus d'une filiale du groupe SFBT (SINDT) pour 4,7MD. Il est bon de rappeler qu'en 2009, la Société Immobilière de Notre Dame a cédé à titre exceptionnel un terrain ayant permis de dégager un résultat exceptionnel.

De plus et contrairement aux années précédentes, la société a opté en 2010 pour une gestion active de son portefeuille pour réaliser une partie des plus-values latentes. En effet, la société a cédé la totalité de sa participation dans le capital de l'ATL pour une valeur totale de 4,4MD dégagant ainsi une plus-value de 3,5MD. Avant cette cession, la SICAF détenait 4,7% du capital de l'ATL et faisait partie de son conseil d'administration.

D'autres cessions ont été opérées en 2010 ayant permis de dégager une plus-value de 1,2MD détaillée comme suit :

- La cession totale des titres UIB, SIAME et ENNAKL avec une plus-value de 1MD ;
- La cession partielle des titres Carthage Cement avec une plus-value de 0,2MD.

Au niveau des charges, la société a dû constater une dotation aux provisions sur le titre SOTETEL pour 1,1MD.

Du côté de la répartition des bénéfices, un dividende de 0,420D par action sera distribué à partir du 27/04/2011, (contre 0,340D une année auparavant) représentant un Pay out de 72%.

L'année 2011 :

Pour 2011 et suite à la dépréciation générale de la bourse, la plus-value latente nette des provisions sur le portefeuille d'actions cotées n'est que de 13,87MD à la date de rédaction de ce papier contre 23,97MD au 31/12/2010.

Nous estimons que le bénéfice escompté pour 2011 ne devrait pas être meilleur que celui réalisé en 2010. Il reste toujours tributaire de l'évolution de la bourse ainsi que des performances des sociétés du groupe SFBT. Ces dernières devront être sensiblement affectées par la situation morose de l'économie Tunisienne où la visibilité pour 2011 n'est pas très claire.

Aspect boursier :

Depuis le début de 2011, le titre SPDIT SICAF a perdu plus de 11% de sa valeur, alors que le marché s'est déprécié de 15,9%. Il offre un rendement de 7,2%. Actuellement le titre se valorise à 9,9 fois les bénéfices de 2010. Dans l'attente d'avoir une meilleure visibilité sur 2011, nous recommandons de **conserver votre position**.



TUNINVEST-SICAR : Alléger**Principaux actionnaires**

Tunisie Leasing (36,5%)

Titres

Nominal	2
Nombre	966 000
Capitalisation boursière (MD)	11,3

Cours

Clôture	12,180
31/12/2010	8,270

Variation

Début 2011	59,4%
Année 2010	-2,4%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	1,7
Bénéfice 2010	3,2
Capitaux propres	8,3

Dividende

Montant	1,000
Div Yield	8,2%

Valorisation

PE 2009	6,8
PE 2010	3,7
P/BV	1,4

L'année 2010 :

L'année 2010 a été une très bonne année chez la TUNINVEST-SICAR qui affiche un résultat net de 3,2MD, contre seulement 1,7MD en 2009. En effet, la société a réalisé au courant de cette année 2010, deux sorties, une sortie partielle de MEDIS et une sortie totale de Land'or (Ex Sovia). Les plus-values générées ainsi que les revenus significatifs en dividende dénotant de la santé financière du portefeuille ont permis à la société de réaliser le meilleur bénéfice depuis sa création.

Ce bénéfice réalisé ne tient compte d'aucune provision concernant le contrôle fiscal auquel la société a été soumise. En effet, la société a fait l'objet en décembre 2008 d'un redressement fiscal couvrant la période allant du 1er janvier 1998 au 31 décembre 2007. Le montant de ce redressement s'élève à 2,7MD dont 1,2MD de pénalités. L'estimation du risque réel de cette situation dépend essentiellement de la position définitive de l'administration fiscale.

La dernière AGE a décidé de réduire le capital social par réduction de la valeur nominale de 2D à 1D. Cette différence entre la valeur nominale de 2D et celle de 1D (soit 1D) sera remboursée à l'ensemble des actionnaires de la société après accomplissement des formalités juridiques.

L'année 2011 :

L'année 2011 s'annonce très difficile pour plusieurs sociétés du portefeuille surtout dans les circonstances que traverse notre pays ainsi que de la crise libyenne.

La SICAR essaiera au courant de cette année de finaliser la sortie de MEDIS et éventuellement envisager la sortie de SOMATRAL.

Le management table sur un bénéfice aux alentours de 1MD au titre de l'exercice 2011.

Aspect boursier :

Actuellement, le titre Tuninvest-SICAR est valorisé à 3,7 fois ses bénéfices de 2010. Certes une valorisation très attrayante mais qui ne tient pas compte du litige fiscal de la société.

A fin décembre 2010 et compte non tenu du risque fiscal, la valorisation de la SICAR, selon le management, est estimée à 15MD contre une capitalisation boursière de 11,3MD.

Tenant compte des éventuelles provisions pour risque fiscal lié à la taxation ainsi que des éventuelles implications qui pourraient en résulter, nous recommandons d'**alléger votre position** sur le titre.





Industrie Agro-alimentaire

SFBT : Renforcer

Actionnariat	
Groupe CASTEL (49%)	
BNA (13,6%)	
STAR (8,6%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	66 000 000
Capitalisation boursière (MD)	713
Cours	
Clôture	10,810
31/12/2010	12,490
Variation	
Début 2011	-1,2%
Année 2010	15,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	68,1
Bénéfice 2010	71,2
Capitaux propres	413,7
Dividende	
Montant	0,600
Div Yield	5,6%
Valorisation	
PE 2009	10,5
PE 2010	10,0
P/BV	1,7

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	460,3	509,8	554,8
Marge Brute	209,0	242,4	247,9
Marge brute	45,4%	47,5%	44,7%
EBITDA	117,8	134,6	137,2
Marge d'EBITDA	25,6%	26,4%	24,7%
Résultat	76,6	95,2	93,8
Marge	16,6%	18,7%	16,9%
Bénéfice net	49,0	75,7	76,5
Intérêts des	4,9	7,7	5,4
Bénéfice net part	44,1	68,1	71,2
Marge nette	9,6%	13,3%	12,8%

L'année 2010 :

L'année 2010 a été marquée pour la société mère par une progression du chiffre d'affaires à 207,9MD contre 180,6MD en 2009 soit une hausse de 15,1%. Une performance imputable essentiellement à la forte progression des ventes de boissons gazeuses +22,5MD (101,6MD) suite au réajustement des prix et de l'augmentation des quantités d'une part et des ventes de bières locales qui ont progressé de 4,4MD à 67,6MD malgré l'arrivée de la concurrence sur ce segment d'activité.

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 progression timide de 2,7% à 55,4MD contre 53,9MD en 2009.

Le groupe SFBT a enregistré au cours de l'année 2010 une augmentation de 8,8% du chiffre d'affaires consolidé à 554,8MD contre 509,9MD une année auparavant. Une hausse modérée au vu des réalisations du groupe sur les 3 dernières années. En effet, la progression des ventes a concerné aussi bien les boissons gazeuses (+ 23,6MD à 232MD), les ventes de bières (+14MD à 171,8MD) que les ventes de jus, lait et eau (+ 17,6MD).

Notons que sur les trois dernières années la structure du chiffre d'affaires est restée quasiment stable :

- Les ventes de Boissons gazeuses représentent une part prépondérante du chiffre d'affaires de la société (aux alentours de 41%), et où la SFBT jouit du quasi-monopole avec les marques Boga et Coca Cola.
- Les ventes de bières ont repris une croissance soutenue de 8,9% en 2010 après la faible progression de 3,8% enregistrée en 2009 suite à l'introduction de Heineken sur le marché tunisien, ce qui dénote la préférence des consommateurs tunisiens pour la marque phare du groupe à savoir CELTIA.

La marge brute ainsi que la marge opérationnelle du groupe se sont détériorées respectivement de 286 p.b à 44,7% et de 176 p.b à 16,9%. Par ailleurs, la société affiche un niveau de marge nette 2010 de 12,8% et un ROE de 24,2%. Ceci témoigne d'une bonne maîtrise du processus de fabrication et des choix de financement.

L'année 2011 et perspectives d'avenir :

Durant les trois premiers mois de 2011, la société mère SFBT a enregistré une hausse de ses ventes de boissons gazeuses de 6,9% à 20,7MD par rapport à la même période en 2010 imputable à la forte progression des ventes à l'export +25,3%. Par contre, les ventes de bières se sont contractées de 7,8% à 14,6MD contre 15,8MD au 1^{er} trimestre 2010 qui s'explique par les 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. Le

(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Var
Ventes locales	31,2	31,1	-0,3%
<i>Bières</i>	<i>15,0</i>	<i>14,4</i>	<i>-4,2%</i>
<i>Boissons gazeuses</i>	<i>16,2</i>	<i>16,7</i>	<i>3,3%</i>
Ventes à l'export	4,0	4,2	4,6%
<i>Bières</i>	<i>0,8</i>	<i>0,2</i>	<i>-75,3%</i>
<i>Boissons gazeuses</i>	<i>3,2</i>	<i>4,0</i>	<i>25,3%</i>
Autres	2,7	2,0	-23,8%
Chiffre d'affaires	37,8	37,3	-1,5%

management reste confiant quant à une amélioration de la situation économique nationale et régionale en 2011. Ainsi, il prévoit une hausse de 13% du chiffre d'affaires à 235MD et un résultat net de 60,2MD (+8,7%) pour la société mère.

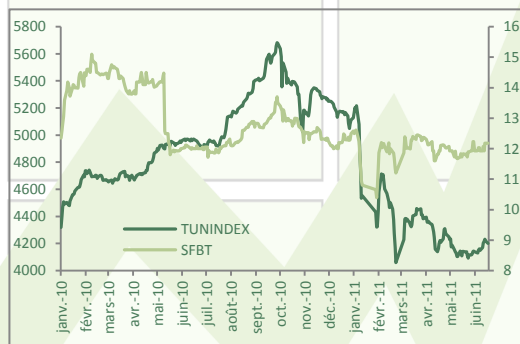
En ce qui concerne l'activité lait, la situation demeure toujours difficile et le management du groupe a annoncé qu'il est en pourparlers avec le groupe Hamdi MEDDEB (Groupe Délice) pour une éventuelle cession de la participation.

L'activité « Eau Minérale » devrait être renforcée surtout après le retour de la commercialisation de la marque « Melliti ».

A l'instar des différentes sociétés industrielles, les émeutes qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011 ont occasionné d'importants dégâts estimés à 2,2MD totalement couverts par les compagnies d'assurances.

En matière de projet de développement, le groupe SFBT prévoit la construction d'une usine de récupération et de recyclage des déchets plastiques à Bir M'Chergua.

Aspect boursier :



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. En plus, 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. Actuellement, le titre se traite 10 fois ses bénéfices de 2010 en décote par rapport à l'ensemble du marché et offre un rendement en dividende de 5,6% : un des plus fort rendement de la place. Nous recommandons de **renforcer votre position sur le titre SFBT** considéré comme une valeur de rendement.

Tunisie Lait : Vendre**Actionnariat**

Groupe DOGHRI (37,6%)
Groupe BEN JEMAA (23,6%)

Titres

Nominal	4
Nombre	10 000 000
Capitalisation boursière (MD)	41

Cours

Clôture	4,100
31/12/2010	4,800

Variation

Début 2011	-14,6%
Année 2010	20,0%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	-1,9
Bénéfice 2010	-1,7
Capitaux propres	24,9

Dividende

Montant	0,000
Div Yield	0,0%

Valorisation

PE 2009	ns
PE 2010	ns
P/BV	1,6

L'année 2010 :

La société Tunisie Lait a clôturé l'exercice 2010 avec un chiffre d'affaires de 70,4MD en repli de 14% imputable essentiellement à la forte baisse des ventes de lait de 10,4MD d'une part et la poursuite de la contraction des ventes de yaourt nature, aromatisé et fruits de 2,4MD d'autre part. Par ailleurs, les ventes de produits laitiers à l'export ont progressé de 2,4MD à 6,9MD en 2010.

Cette contraction de l'activité a impacté négativement le résultat d'exploitation qui est passé de 602mD en 2009 à 344mD en 2010, soit une baisse de 42,9%. Malgré cela la société a pu conserver les niveaux de marges de 2009. La marge brute et la marge d'EBITDA s'établissent respectivement aux alentours de 15,7% et 7,2%.

Toutefois, malgré le ralentissement de l'activité et la stagnation au niveau des marges, le déficit de la société s'est réduit de 0,2MD pour s'établir à 1,7MD qui s'explique par la baisse des charges financières.

En effet, l'endettement de la société a baissé de 1,1MD à 28,1MD contre 29,2MD en 2009, un niveau qui demeure très élevé, vu que les charges d'intérêt représentent plus que 40% de l'EBE et que le gearing se situe aux alentours de 104% (malgré l'augmentation de capital de 10MD opérée en 2009).

Le premier trimestre 2011 :

Le 1^{er} trimestre 2011 s'est caractérisé par une baisse du chiffre d'affaires de 8,7% à 16,6MD contre 18,2MD à la même période de 2010. Une baisse qui s'explique par la forte contraction de la production de 34,1% à 14,6 millions de litres suite à la détérioration des conditions sécuritaires sur les routes du pays pendant la période post révolutionnaire ayant conduit les producteurs de lait à réduire leur déplacement.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre Tunisie Lait a baissé de plus de 14% depuis le début de l'année 2011 après une hausse de 20% en 2010. Compte tenu du volume important des pertes cumulées de 16,2MD à fin décembre 2010, **nous recommandons de vendre le titre.**

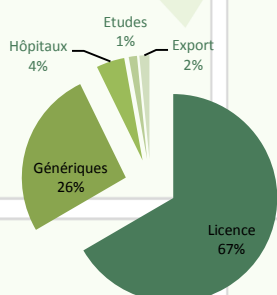
(en MD)	2008	2009	2010
Production (en millions de)	69,7	75,7	73,3
Chiffre d'affaires	64,4	73,4	70,4
<i>Evolution</i>	11,1	14,0	-
Marge Brute	10,4	11,8	11,1
<i>Taux de marge brute</i>	16,2	16,1	15,7
EBITDA	3,4	5,8	5,1
<i>Marge d'EBITDA</i>	5,3%	7,9%	7,2%
Résultat d'exploitation	-2,27	0,60	0,34
<i>Marge opérationnelle</i>	-	0,8%	0,5%
Bénéfice net	-3,8	-1,9	-1,7
<i>Marge nette</i>	-	-	-



Industrie Pharmaceutique

Adwya : Conserver

Actionnariat	
Famille Tahar EL MATRI (25,03%)	
Famille Moncef EL MATRI (34,20%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	11 000 000
Capitalisation boursière (MD)	56
Cours	
Clôture	5,100
31/12/2010	6,300
Variation	
Début 2011	-15,87%
Année 2010	-22,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	4,4
Bénéfice 2010	4,5
Capitaux propres	18,7
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	3,9%
Valorisation	
PE 2009	12,8
PE 2010	12,4
P/BV	3,0

Répartition du chiffre d'affaires

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	41,4	51,1	53,7
Production	43,1	51,4	55,9
Marge Brute	16,7	18,2	21,1
Taux de marge brute	38,8%	35,3%	37,7%
EBITDA	11,7	12,5	14,3
Marge d'EBITDA	27,2%	24,3%	25,6%
Résultat d'exploitation	6,1	6,5	6,7
Marge opérationnelle	14,2%	12,7%	11,9%
Bénéfice net	4,4	4,4	4,5
Marge nette	10,3%	8,5%	8,1%

Positionnement stratégique des laboratoires Adwya :

Durant les cinq dernières années, le marché officinal en Tunisie a enregistré une croissance moyenne annuelle de 12,5%. En 2010, la valeur de marché s'établit à 921,9MD. Les laboratoires Adwya détiennent une part de marché de 8% et se classe en 1^{ère} place des industriels pharmaceutiques (en terme de chiffre d'affaires). En ce qui concerne l'activité générique, les laboratoires Adwya sont considérés comme le 6^{ème} génériqueur tunisien.

L'année 2010 :

La société ADWYA a enregistré en 2010 une hausse de 5,1% de ses ventes à 53,7MD grâce au segment des génériques (+2,1MD) dont la société en a fait une priorité. En effet et depuis 2008, l'activité générique occupe une part plus prépondérante dans la réalisation du chiffre d'affaires passant de 20% à 26% en 2010 au détriment de la gamme sous licence qui ne représente désormais que 67% des ventes (contre 72% en 2008). Cette orientation stratégique des laboratoires Adwya vise un portefeuille équilibré où les produits génériques auront autant d'importance que les produits sous licence à l'horizon 2013. Pour les ventes à l'export, elles ont continué de progresser pour atteindre 836,8mD contre 575mD en 2009. Malgré cette progression, l'activité export demeure négligeable puisqu'elle représente 2% du chiffre d'affaires global de la société.

Le taux de marge brute s'est apprécié de 240 points de base à 37,7% grâce à l'accroissement des ventes et la réduction proportionnelle des charges d'exploitation. Par contre, la marge opérationnelle s'est détériorée de 76 points de base plombée par l'augmentation des charges de personnel de 1,1MD à 6,5MD.

La société ADWYA clôture l'exercice 2010 avec un résultat net de 4,5MD au même niveau que les deux dernières années et à moins de 6,7% de ce qui était prévu lors de la dernière communication financière de la société.

En matière d'investissements, une enveloppe de 4,9MD a été allouée en 2010 contre 3MD en 2009. Ce montant a été consacré à raison de 0,4MD pour l'acquisition d'un nouveau système d'information et le reste pour le renouvellement du parc machines et l'extension des unités de fabrication. Le financement s'est fait à raison de 1,5MD par crédit bancaire et le reste a été tiré sur les fonds propres de la société.

Sur un autre volet et à la lecture des états financiers de 2010, deux postes de bilan appellent notre attention à savoir le compte « Clients » et le compte « Stocks ». En effet, suite à l'épidémie de grippe porcine qu'ont connu certains pays, la société ADWYA et à la demande du gouvernement tunisien, a produit une importante quantité d'ADYFLU pour faire face à une éventuelle épidémie, qui a finalement eu lieu mais pas avec l'ampleur attendue. Ainsi, ce stock a été totalement provisionné à hauteur de 600mD. En ce qui concerne le compte « Clients », il est passé de 3MD en 2009 à 6MD en 2010 dû à la facturation des commandes aux cours du mois de décembre 2010 dont le paiement a été

effectué début 2011 (au 30 avril le solde client est aux alentours de 2MD).

L'année 2011 :

Le 1^{er} trimestre 2011 a été marqué par le ralentissement de l'activité de la société Adwya qui a affiché un chiffre d'affaires de 9,8MD, soit une baisse de 26,3% par rapport à la même période de 2010. Cette contre-performance est imputable aux problèmes de sécurité qu'a connu la Tunisie après la révolution du 14 janvier 2011 et qui ont impacté négativement les ventes officinales : principale activité de la société. Par ailleurs, la société continue son programme de mise à niveau de l'outil industriel entamé depuis 2009 avec investissement sur les 3 premiers mois de 749,1mD.

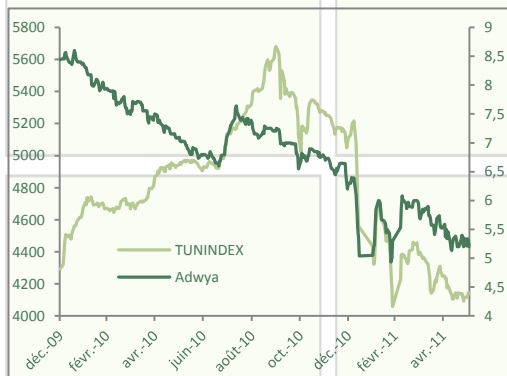
(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Var
Gamme sous	8,7	7,1	-18,2%
Générique Adwya	3,9	2,2	-45,0%
Façonnage	0,2	0,2	-23,0%
Modèle Hospitalier	0,2	0,4	49,4%
Ventes locales	13,1	9,8	-25,2%
Ventes à l'export	0,2	-	-
Chiffre d'affaires	13,3	9,8	-26,3%

Pour 2011, le marché local pharmaceutique reste tributaire de l'amélioration de la situation sécuritaire nationale. A ce titre une légère reprise de l'activité a été constatée au cours du mois d'avril avec un total ventes de 14,9MD au 30/04/2011 contre 15,8MD au 30/04/2010. Pour l'export, les premiers lots de granulés destinés à son partenaire Pharmaghreb en Algérie vont être livrés pour qu'ils y soient compressés et conformes à la nouvelle législation du pays. Par contre, la situation en Libye reste confuse malgré qu'une commande de 204mD est programmée pour le 1^{er} juin 2011.

Il faut signaler que l'année 2011 sera certainement difficile pour la société ADWYA et que même si l'activité se redresse sur l'année, les dernières revendications sociales qu'a connu la société après la révolution vont encore plomber le résultat d'exploitation (hausse des charges de personnel estimée à 1MD) et de fait grever la rentabilité de l'entreprise.

Aspect boursier :

Sur le volet boursier, le titre Adwya a été sanctionné depuis le début de l'année de 15,87% suite à la méfiance des investisseurs quant à l'évolution de l'activité de la société après le départ de Moncef EL MATRI. Le titre affiche un P/E de 12,4 fois les bénéfices de 2010 et un dividend yield de 3,9% en ligne avec l'ensemble du marché. La société dispose d'une assise financière solide une dette nette négative de -1,6MD qui lui permet de d'honorer ses engagements et de faire face à une année 2011 qui s'annonce difficile. Compte tenu de tous ses éléments, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.



SIPHAT : Conserver

Actionnariat	
P.C.T (67,77%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	1 800 000
Capitalisation boursière (MD)	21
Cours	
Clôture	11,890
31/12/2010	15,220
Variation	
Début 2011	-21,9%
Année 2010	-14,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	-0,3
Bénéfice 2010	-0,2
Capitaux propres	33,1
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	1,7%
Valorisation	
PE 2009	ns
PE 2010	ns
P/BV	0,6

(en MD)	2008	2009	2010
Ventes Officinales	16,7	18,0	16,7
<i>Evolution</i>	-	7,3%	-7,2%
Ventes hôpitaux	21,5	21,6	23,2
<i>Evolution</i>	5,9%	0,2%	7,4%
Ventes à l'export	3,3	4,0	5,0
<i>Evolution</i>	34,5	20,7%	26,8%
Produits Pierre Fabre &	0,5	1,0	1,5
<i>Evolution</i>	-	118,2	42,3%
Ventes déchets	0,03	0,02	0,05
<i>Evolution</i>	-	-	211,5
Chiffres d'affaires	42,0	44,5	46,4
<i>Evolution</i>	2,8%	6,0%	4,1%

(en MD)	2008	2009	2009 proform	2010
Chiffre d'affaires	42,0	44,5	44,6	46,4
Marge Brute	22,4	22,2	21,4	23,3
<i>Marge brute</i>	53,3	49,9	47,9%	50,3
EBITDA	5,9	4,1	3,2	4,1
<i>Marge d'EBITDA</i>	14,1	9,3%	7,2%	8,9%
Résultat	3,2	1,3	0,4	0,8
<i>Marge</i>	7,6%	2,9%	0,9%	1,7%
Bénéfice net	2,0	0,6	-0,3	-0,2
<i>Marge nette</i>	4,8%	1,3%	-0,7%	-

*Modifications comptables au niveau des stocks de MP

L'année 2010 :

L'activité de la SIPHAT s'est caractérisée par une augmentation du chiffre d'affaires de 4,1% à 46,4MD contre 44,5MD une année auparavant. Cette progression s'explique par la hausse de 26,8% des ventes à l'export qui ont atteint 5MD et de 7,4% des ventes aux hôpitaux à 23,2MD. Par contre, les ventes officinales ont diminué de 1,3MD à 16,7MD imputable essentiellement au sur stockage en 2009 par prévention de l'épidémie de grippe H1N1.

L'EBITDA quant à lui s'établit à 4,1MD, soit +27,4% par rapport à l'année 2009. Une progression essentiellement due à la baisse du coût des matières premières de 2MD. Quant au résultat d'exploitation, il est quasiment le double de l'année 2009 à 790MD. Il faut signaler que les états financiers arrêtés au 31/12/2009 ont été retraités suite à la modification comptable au niveau des stocks de matières premières (ACE et produits Semi-Finis).

Ces éléments ont fait que le taux de marge brute et la marge opérationnelle de la société se sont appréciés respectivement de 238p.b à 50,3% et de 80p.b points à 1,7%.

En revanche, la marge nette demeure en territoire négatif à -0,4%, une rentabilité qui a été grevée par la hausse des charges financières (+64,2%) ainsi que la baisse des produits de placements (-72%). La société a clôturé l'année 2010 avec un déficit de 168mD contre un déficit 299 en 2009.

L'endettement net de la SIPHAT est resté quasiment stable, au cours des deux dernières années, aux alentours de 13,8MD dont un crédit à CT de 6MD contracté pour financer les stocks de sécurité de 3 mois conformément à la circulaire du ministère de la santé Publique n°78 du 29 août 2008. Ainsi la société affiche un gearing de 41,5% et les charges d'intérêts bouffent 17,5% de l'EBITDA. Cependant, il est bon de rappeler que lors de l'introduction en bourse de la société en 2001, une opération de réduction du capital de la société a été réalisée par conversion de la participation de la PCT en un Compte courant Associé pour un montant de 6MD. Ce compte n'est pas rémunéré et ne sera pas remboursé à priori par la SIPHAT.

Du côté des investissements, la SIPHAT a alloué une enveloppe de 2,7MD au titre de l'année 2010 dont 1,5MD pour le renouvellement et l'achat des équipements de production.

L'année 2011 :

Le chiffre d'affaires de la SIPHAT au cours des 3 premiers mois de 2011 s'est contracté de 9,4% à 10,5MD contre 11,6MD à la même période en 2010. Cette baisse est essentiellement due à la chute des ventes à l'export de moitié conséquence directe des événements qui secouent actuellement la Libye et le Yémen.

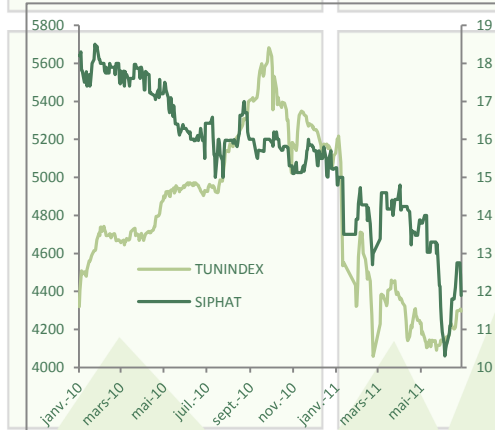
Concernant l'année 2011 dans sa globalité, le management table sur un chiffre d'affaires de 46,3MD et un bénéfice net de 420mD. Il est prévu aussi que la société « Pierre Fabre Médicaments » de Tunisie (dont 35% du capital est détenu

(en MD)	1 ^{er} trimestre		Variation
	2010	2011	
Ventes Officinales	3,9	4,5	13,8%
Ventes Hospitalier	6,6	6,0	-9,0%
Ventes à l'export	1,1	0,05	-95,0%
Chiffre d'affaires	11,6	10,5	-9,4%

par la SIPHAT) soit agréée par les Autorités Sanitaires Françaises ce qui lui permettra d'écouler ses produits sur le marché Européen et qui devront certainement booster les dividendes perçus par la SIPHAT. De plus et afin de développer sa présence sur d'autres marchés (outre la Libye, le Yémen et l'Algérie) la SIPHAT compte constituer un consortium d'exportation avec trois associés à savoir : Pharmagreb, Pierre Fabre et UNIMED dont la mission essentielle est la consolidation des efforts pour la recherche des marchés à l'export et la minimisation des dépenses marketing.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre SIPHAT a baissé de 21,9% depuis le début de l'année et affiche un rendement en dividende de 1,7%. Malgré les bonnes perspectives du secteur pharmaceutique, **nous recommandons de conserver votre position.**





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 11,150
31/12/2010 11,250

Variation

Début 2011 6,8%
Année 2010 1,8%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009 9,3
Bénéfice 2010 8,7
Capitaux propres 34,9

Dividende

Montant 0,370
Div Yield 3,3%

Valorisation

PE 2009 13,8
PE 2010 14,7
P/BV 3,3

L'année 2010 :

L'année 2010 s'est caractérisée par une hausse du chiffre d'affaires consolidé de 16,4% à 77,4MD contre 66,5MD en 2009. Cette performance est imputable essentiellement à la progression des ventes à l'export de 12MD à 53,6MD. Ces dernières ont été par l'augmentation du prix de vente suite à l'appréciation du cours du plomb. Par contre, le chiffre d'affaires local a continué de s'effriter pour s'établir à 23,9MD, suite à la mise en place d'une nouvelle loi prévoyant le système de consigne obligatoire et de reprise des batteries usagées. Une loi qui n'a pas été respectée par de nombreux concurrents en Tunisie.

Du côté des marges, une forte détérioration a été enregistrée au niveau de la marge brute de 310 points de base à 39,3% qui s'explique par la hausse des stocks des produits intermédiaires d'une part et la progression des achats consommés d'autre part. Ceci s'est répercuté négativement sur le résultat d'exploitation qui est passé de 11,9MD à 9,7MD en 2010, soit une baisse de 18,5%. Quant au résultat net consolidé, il s'est contracté de 5,8% à 8,7MD contre 9,3MD en 2010.

La structure financière du groupe a connu une progression de la dette nette de 8MD à 23,9MD. Cet endettement aura comme vocation le financement de la mise à niveau de l'appareil industriel et l'extension de la capacité de production. Ainsi, le Gearing passe de 44,5% en 2009 à 60,6% en 2010 : un niveau que nous jugeons élevé mais supportable au vu du cash généré par le groupe.

L'année 2011 :

Durant les trois premiers mois de 2011, la société mère ASSAD SA a affiché un chiffre d'affaires de 14,6MD contre 13,4% à la même période en 2010 et ce malgré un climat socio-économique tendu et à la suspension de la production d'une semaine au cours du mois de janvier. Une performance due à la croissance des ventes, aussi bien sur le marché local qu'à l'export respectivement de 5,8% à 4,1MD et de 10,5% à 10,4MD.

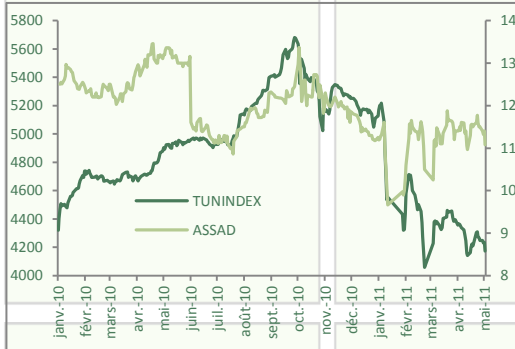
Concernant la filiale algérienne, l'activité se poursuit normalement et le mois de janvier 2011 a été marqué par l'ouverture de la nouvelle succursale à SETIF, et la concrétisation du projet d'extension de l'unité de production pour satisfaire la demande locale. Le lancement de ce projet est prévu pour 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.

Durant les prochaines années, le groupe prévoit de continuer à 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.

(en MD)	2008	2009	2010
Ventes locales	26,3	24,9	23,9
<i>Evolution</i>	32,3%	-5,6%	-4,0%
Ventes à	36,6	41,6	53,6
<i>Evolution</i>	18,8%	13,9%	28,6%
Chiffre	62,9	66,5	77,4
<i>Evolution</i>	24,1%	5,7%	16,4%

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	62,9	66,5	77,4
Marge Brute	25,7	28,2	30,4
<i>Marge brute</i>	40,9%	42,4	39,3%
EBITDA	14,0	14,2	13,9
<i>Marge d'EBITDA</i>	22,2%	21,3	17,9%
Résultat	9,4	11,9	9,7
<i>Marge</i>	15,0%	17,9	12,6%
Bénéfice net	7,3	9,3	8,7
Intérêts des	0,5	0,5	0,7
Bénéfice net part	6,8	8,8	8,0
<i>Marge nette</i>	10,9%	13,2	10,4%

**Aspect boursier :**

D'un point de vue boursier, le titre ASSAD se traite à 11,150D correspondant à un PE 14,7 fois les bénéfices de 2010, et affiche un rendement en dividende attrayant 3,3%.

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.

GIF-Filter : Alléger**Actionnariat**

Groupe M'ZABI (68,5%)

Titres

Nominal	1
Nombre	6 666 000
Capitalisation boursière (MD)	41

Cours

Clôture	6,210
31/12/2010	8,490

Variation

Début 2011	-26,9%
Année 2010	22,8%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	1,2
Bénéfice 2010	1,9
Capitaux propres	15,6

Dividende

Montant	0,150
Div Yield	2,4%

Valorisation

PE 2009	34,0
PE 2010	22,2
P/BV	2,7

(en mD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	10	10	9
<i>Evolution</i>	-	2,4%	-
Marge Brute	6	5	5
<i>Marge brute</i>	56,5	52,0	52,3
EBITDA	2	2	1
<i>Marge d'EBITDA</i>	26,7	21,5	16,2
Résultat d'exploitation	1	1	538
<i>Marge opérationnelle</i>	17,2	12,5	5,5%
Bénéfice net consolidé	1	1	2
Intérêts des minoritaires	0,12	0,10	0,01
Réserve spéciale			856
Bénéfice net part groupe	1	1	1
<i>Marge nette</i>	15,5	11,2	19,2

(en mD)	1 ^{er} trimestre 2010	2011	Variation
Ventes locales	1 996	1 746	-12,5%
Ventes à l'export	90	473	425,2%
Chiffre d'affaires	2 086	2 219	6,4%

Le groupe GIF Filter est composé de la société mère GIF Filter ainsi qu'une autre filiale AXESS. Cette dernière a été créée en 1995 ayant un capital de 100mD détenu à hauteur de 100% par la société mère. Elle a pour objet la distribution des produits GIF Filter.

L'année 2010 :

L'année 2010 a été marquée pour le fabricant de filtres par une contraction de l'activité. Ainsi, le chiffre d'affaires de la société mère a accusé un repli de 11% à 9,7MD imputable essentiellement à la baisse des ventes à l'export de 35% à 1,9MD suite à la défaillance d'un client important marocain qui s'est avéré insolvable. Pour remédier à cette situation, la société a dû revoir toutes les modalités de paiement en exigeant des lettres de crédit confirmées par des banques européennes.

Quant au marché local, les ventes ont légèrement baissé de 2,2% à 7,8MD. Malgré ce léger repli, la société a pu maintenir son positionnement sur le marché local caractérisé par une concurrence très rude et des produits provenant de l'Asie.

En revanche et malgré cette baisse de l'activité, la société est parvenue à améliorer son taux de marge brute de 60 p.b grâce à une meilleure gestion des stocks.

Quant à la marge opérationnelle, elle s'est dépréciée de 6,9 points à 5,6% due à la hausse des charges de personnel de 13,7%. En effet et afin de stabiliser le climat social au sein de la société et motiver le personnel en vue d'accroître le niveau de productivité, le management de la société a accordé une avance à son personnel de 163mD, et ce suite au changement de la convention collective réglementant le secteur d'activité. De plus, et avec l'entrée du groupe M'ZABI, une opération de restructuration a été adoptée par le management en vue d'améliorer le taux d'encadrement ayant un impact financier de 164mD.

Quant au résultat net, il a plus que doublé à 2,7MD boosté par une plus-value sur cession de terrains de 2,4MD. Retraité de cette plus-value, le bénéfice net de GIF Filter SA se situerait aux alentours de 360mD, soit -70,5% par rapport à 2009.

En terme consolidé, le groupe GIF Filter a affiché un chiffre d'affaires de 9,7MD (-10,8%) et un bénéfice net consolidé en hausse de 123,5% à 2,7MD. Retraité de la plus-value de cession, le bénéfice consolidé se situe à 340mD.

Le groupe jouit d'une situation financière très saine et d'un endettement vierge qui lui permet d'assurer une bonne croissance future.

L'année 2011 :

Durant le premier trimestre 2011, le chiffre d'affaires de la société mère a augmenté de 6,4% malgré les événements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011. Cette hausse a été rendue possible grâce au boom des exportations qui ont pratiquement quintuplé passant de 90mD au premier trimestre 2010 à 473mD à fin mars 2011.

Pour l'année 2011 dans son ensemble, le management estime réaliser le niveau de chiffre d'affaires de 2009, soit 11MD.

Durant les prochaines années, la société vise l'accroissement de ses exportations, avec une activité destinée à 90% vers l'export surtout avec la mise en place d'une certification ISO TS 16949 qui complètera les certifications ISO 14001 et ISO 9001.

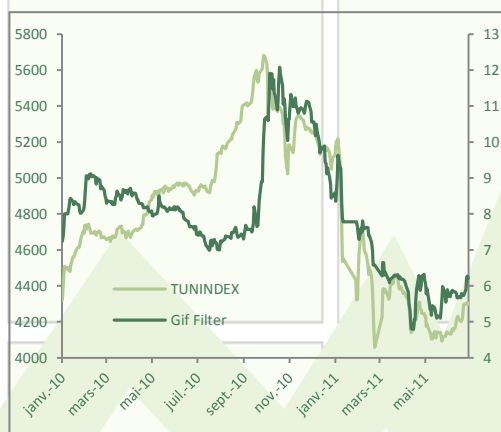
Cependant, il est bon de rappeler que durant l'année 2010, la société est entrée en pourparlers très avancés avec une multinationale pour mettre en place des contrats d'affaires à long terme englobant en plus la mise à niveau de la société et la certification ISO TS 16949. Les événements qu'a connu le pays durant les

premiers mois de l'année en cours ont occasionné un retard dans la réalisation effective de cette mise à niveau et cette certification ce qui a poussé cette multinationale à affecter ledit contrat à un autre fournisseur européen.

Nous estimons que l'activité du groupe durant les prochaines années est tributaire des exportations surtout après la stagnation du volume d'activité sur le marché local et la concurrence qui devient très acharnée.

Plusieurs actions commerciales ont été opérées au courant de cette année dont la participation à des salons stratégiques qui amélioreront les exportations surtout vers les pays de l'Union Européenne, Moyen Orient et Afrique.

Aspect boursier :



D'un point de vue boursier, le titre a perdu plus de 20% de sa valeur depuis le début de cette année. Actuellement, il est valorisé à 22 fois ses bénéfices de 2010 : un niveau que nous jugeons élevé par rapport à l'ensemble du marché qui traite actuellement à 15,7.

En matière de rémunération, le titre offre un rendement de 2,4%. Ce dernier ne tient pas compte des attributions gratuites que la dernière AGE vient de décider. En effet, les actionnaires ont décidé d'augmenter le capital social de la société par incorporation de réserves de 3,3MD en deux tranches égales. La première attribution d'actions gratuites (parité : ¼) sera réalisée mi-juillet avec une jouissance pour les nouvelles actions à partir du 1^{er} janvier 2011. La deuxième augmentation de capital s'effectuera au courant de l'année 2012 (parité : 1/5) et les nouvelles actions gratuites porteront jouissance à partir du 1^{er} janvier 2012.

Malgré cette rémunération et en raison d'une valorisation élevée et du manque d'informations de la part du management quant aux perspectives du groupe, nous recommandons d'alléger votre position sur le titre. Cette recommandation peut être modifiée à la lumière d'un éventuel partenariat commercial avec une multinationale qui boostera l'activité du groupe à l'export.

STIP : Vendre**Actionnariat**

PIRELLI (15,83%)
STUSID Bank (15,35%)
BTK (11,59%)

Titres

Nominal 3
Nombre 4 207 824
Capitalisation boursière (MD) 14

Cours

Clôture 3,410
31/12/2010 4,680

Variation

Début 2011 -27,1%
Année 2010 107,1%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009 -13,8
Bénéfice 2010 -17,7
Capitaux propres -91,4

Dividende

Montant 0,000
Div Yield 0,0%

Valorisation

PE 2009 ns
PE 2010 ns
P/BV ns

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, le fabricant de pneus « STIP » a affiché une progression de son chiffre d'affaires de 7,1% à 115MD qui s'explique par la hausse des prix de ventes locales d'une part et à la progression des ventes à l'export principalement sur le marché Algérien.

En dépit de ce regain d'activité, le résultat d'exploitation demeure toujours dans le rouge à -2,5MD en raison de la poursuite de l'augmentation des charges d'exploitation. En effet, la société a dû constituer une provision de 2,8MD suite à un litige avec un client. Le groupe a affiché un déficit de 17,7MD en aggravation de 28,4% par rapport à l'année 2009. Ainsi le montant des pertes cumulées a atteint 113,9MD.

Le groupe souffre toujours d'un endettement très lourd, 180,8MD au 31/12/2010, qui ne cesse de s'accroître engendrant des charges financières importantes qui plombent le résultat net de la STIP. En effet, les intérêts de retard ont progressé de 2,1MD et les charges d'intérêts représentent 95% de l'EBITDA un niveau très alarmant menaçant la continuité de l'exploitation de STIP.

L'année 2011 :

Le 1^{er} trimestre 2011 a été caractérisé par une hausse du chiffre d'affaires de la société mère STIP de 6,2% à 20,5MD par rapport à la même période en 2010 imputable essentiellement à la forte hausse des ventes à l'export de 50,1% à 10,8MD. Par contre, les ventes locales ont baissé de 19,8% à 9,7MD contre 12,1MD au 1^{er} trimestre 2010 ; conséquence directe des récents événements qu'a connus la Tunisie au cours des deux premiers mois de l'année 2011.

Aspect boursier :

L'avenir de la société dépend du plan de restructuration industrielle commerciale et financière. En l'absence d'autres informations sur ce plan, et vu le montant considérable des pertes, nous recommandons la **vente du titre**.

Il faut signaler qu'à la date du 8 septembre 2010 le Conseil du Marché Financier a décidé de suspendre le titre STIP de la cotation et ce, jusqu'à la publication des informations nécessaires à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché, décision qui a été levée le 20 juin 2011.

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	94,1	107,4	115,0
Evolution	-5,5%	14,2%	7,1%
Marge Brute	36,3	37,1	44,1
Taux de marge brute	38,6%	34,5%	38,4%
EBITDA	9,5	10,4	15,6
Marge d'EBITDA	10,1%	9,6%	13,6%
Résultat	-3,4	-1,1	-2,5
Marge	-3,6%	-1,0%	-2,2%
Bénéfice net	-18,2	-13,8	-17,7
Intérêts minoritaires	0,10	0,83	0,87
Bénéfice net part du	-18,1	-12,9	-16,8
Marge nette	-19,2%	-12,1%	-14,6%

(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	2011	Variation
Ventes locales	12,1	9,7	-19,8%
Ventes à l'export	7,2	10,8	50,1%
Chiffre d'affaires	19,3	20,5	6,2%



Industries de Matériaux de construction

Ciments de Bizerte : Conserver

Actionnariat	
Etat Tunisien (80%)	
Public (20,00%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	44 047 290
Capitalisation boursière (MD)	335
Cours	
Clôture	7,600
31/12/2010	7,440
Variation	
Début 2011	2,96%
Année 2010	-9,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	2,3
Bénéfice 2010	5,6
Capitaux propres	161,9
Dividende	
Montant	0,060
Div Yield	0,8%
Valorisation	
PE 2009	143,4
PE 2010	59,6
P/BV	2,1

(mD)	2009	2010	2010 Retraité*
Chiffre d'affaires	81 590	85 037	85 037
EBITDA	12 165	10 504	13 690
Marge d'EBITDA	14,90%	12,40%	16,10%
Résultat d'exploitation	1 541	-92	3 095
Marge opérationnelle	1,90%	-0,10%	3,60%
Bénéfice net	2 335	3 385	5 616
Marge nette	2,90%	4,00%	6,60%

* Retraité de l'indemnité de départ des agents en 2010 suite au programme d'assainissement pour une valeur de 3,2MD.

L'année 2010 :

L'année 2010 s'est caractérisée par une hausse du chiffre d'affaires de 4,23% à 85MD contre 81,6MD en 2009. On considère cette progression comme faible au vu du potentiel de production de la société et la de forte demande sur le marché international. Etant une entreprise publique, la société joue le rôle de régulateur du marché de ciment en Tunisie. Ainsi, la société serait obligée de sursoir momentanément ses exportations où la marge est importante pour satisfaire la demande locale. Notons qu'en Tunisie le prix du sac de ciment est réglementé ce qui laisse une marge pour la société très faible par rapport au marché international.

Du côté des marges, on note une détérioration de la marge d'EBITDA de 250 points de base à 12,4% contre 14,9% en 2009.

Cette contre-performance est imputable essentiellement à la hausse de la charge salariale suite à l'indemnisation de départ des agents en 2010 résultante du programme d'assainissement pour une valeur de 3,2MD. Un retraitement des états financiers de 2010 de cette charge supplémentaire fait ressortir une amélioration de la marge de 120 points de base à 16,10%. Toutefois, le niveau de marge demeure faible compte tenu du fait de la facture énergétique qui actuellement dépend du prix de pétrole. Il faut signaler que l'entreprise a lancé un programme de Coke de pétrole comme énergie alternative moins chère. Un programme ayant accusé un important retard mais les premiers essais industriels sont en cours (à raison de 50% coke de pétrole et 50% fuel au mois de juin 2011). On estime que le fruit de l'utilisation de cette nouvelle source d'énergie donnera ses effets partiellement en 2011 avec un gain sur la facture énergétique estimé aux alentours de 8MD. L'effet sera ressenti pleinement sur l'exercice 2012.

Quant au résultat net de l'année 2010, il s'établit à 3,4MD contre 2,3MD soit une hausse de 45% qui s'explique par un produit de placement de 4,9MD, fruit des 90MD levés lors de l'introduction en bourse et placés sur le marché bancaire. Retraité de l'indemnité de départ à la retraite, le bénéfice net de la société se situe à 5,6MD soit plus que le double de l'année 2009.

L'année 2011 et perspectives d'avenir :

Durant les trois premiers mois de 2011, le chiffre d'affaires de la société s'est replié de 32,3% à 16,3MD contre 24MD à la même période en 2010. Cette forte contraction s'explique par l'arrêt des exportations vers les marchés Libyens et Algériens. Par ailleurs, les ventes locales sont restées quasiment stables malgré le climat socio-économique tendu qu'a connu la Tunisie au cours du 1er trimestre 2011.

Du côté des investissements, une enveloppe de 10,7MD a été allouée qui porte essentiellement sur les gros entretiens et les acquisitions d'immobilisations, en plus de la finalisation du projet de la conversion de l'énergie fuel vers le coke de pétrole.

En outre, la société les ciments de Bizerte va procéder à l'extension de son quai et à la construction d'une 3^{ème} zone de stockage de coke de pétrole (zone C

capacité 30 000 tonnes), en plus des deux zone A et B (capacité 50 000 tonnes), qui permettra à la société de réaliser un revenu additionnel par la location de cet espace aux autres cimenteries tunisiennes.

(mD)	1er trimestre 2010	1er trimestre 2011	Variation
Ventes locales	16 204	16 276	0,4%
Ventes à l'export	7 823	0	-100,0%
Chiffre d'affaires	24 027	16 276	-32,3%

Concernant le projet de mise à niveau de la deuxième ligne de production de clinker, un accord a été signé en décembre 2010 avec le constructeur « POLYSIUS SAS » appartenant au groupe allemand « THYSSENKRUPP TECHNOLOGIE » et qui permettra d'augmenter la capacité de production de clinker du four II de 2000 tonnes/jour à 4000 tonnes/jour. Le coût total de cet investissement est de 139,5MD dont le financement s'effectuera à hauteur de 65% par fonds propres (prime d'émission lors de l'introduction) et le reste par un recours au marché bancaire.

Le management a promis d'actualiser le business plan de la société compte tenu du nouveau programme d'augmentation de la capacité de production et de le publier en juillet 2011. Un business plan tant attendu par les acteurs du marché boursier.

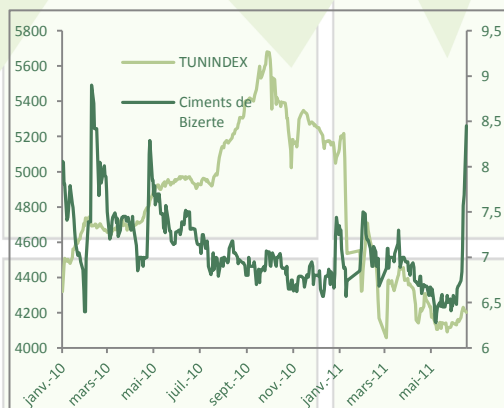
Les perspectives d'avenir de la société les ciments de Bizerte restent tributaires essentiellement de la réalisation du programme de mise à niveau ainsi que de la fin du conflit libyen partenaire de premier ordre de la société.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier et jusqu'au 14 juin 2011, date de la tenue de l'AGO de la société, le titre a perdu plus de 8% de sa valeur depuis le début de l'année. A partir de cette date, la tendance du cours du titre s'est complètement renversée, puisque un gain de plus de 11% a été enregistré en une quinzaine de jours seulement, ce qui ramène la performance du titre depuis le début de l'année à 2,9%. En effet, les déclarations du management lors de l'AGO ont été fort rassurantes pour les actionnaires qui ont longuement attendu la réalisation effective des projets de coke de pétrole et d'augmentation de la capacité de production. De plus, il a été annoncé qu'une éventuelle mise en place d'un contrat de liquidité est en cours d'étude.

Actuellement, le titre se traite à 59,6 fois ses bénéfices de 2010 : un niveau largement supérieur au marché mais qui se justifie par la forte croissance de la société à moyen terme après réalisation de ses principaux programmes d'investissement.

Dans l'attente de la publication du nouveau business plan, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.



SOMOCER : Alléger**Actionnariat**DH INVESTORS LIMITED
(22,55%)

AB Corporation (7,69%)

Titres

Nominal	1
Nombre	24 255 000
Capitalisation boursière (MD)	49

Cours

Clôture	2,000
31/12/2010	2,060

Variation

Début 2011	-2,9%
Année 2010	9,6%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	2,9
Bénéfice 2010	3,1
Capitaux propres	61,4

Dividende

Montant	0,000
Div Yield	0,000

Valorisation

PE 2009	32,3
PE 2010	18,7
P/BV	1,1

L'année 2010 :

L'année 2010 a été caractérisée par une hausse du chiffre d'affaires consolidé de 16,8% à 73,8MD contre 63,2MD en 2009. Cette performance s'explique par une progression des ventes locales de 12% et des ventes à l'export de 32,9%. Ce bond du chiffre d'affaires à l'export a été réalisé grâce à la consolidation de la position des produits SOMOCER sur le marché Libyen et Algérien d'une part et la conquête de deux nouveaux marchés à fort potentiel de croissance à savoir l'Irak et le Liban.

Néanmoins, cette progression de l'activité s'est accompagnée par un effritement des marges du groupe. Ainsi, le taux de marge brute et la marge opérationnelle se sont détériorés respectivement de 286 p.b à 40,6% et de 26 p.b à 11,6%. Cette baisse s'explique par l'envolée du prix des matières premières, de l'énergie, et des autres charges de production et d'exploitation, mais aussi par la progression des ventes à l'export à faible marge.

D'un autre côté, les charges financières demeurent importantes. Elles ont représentés plus que le tiers de l'EBITDA (37,4%) à 5,1MD au 31/12/2010. Ainsi, le résultat net part groupe s'établit à 3,1MD contre 2,9MD, soit une hausse de 6,5%. Notons, que dans le rapport des commissaires aux comptes quelques réserves ont été émises. La plus significative et qui impacterait négativement le résultat net est celle relative une provision sur créances des clients étrangers de 1,8MD qui n'a pas été comptabilisée sur l'exercice 2010.

Côté investissements, l'année 2010 a vu l'acquisition de deux lignes de production de grès dans la masse pour porter la capacité de production de la société SOTEMAIL de 1,6 millions de m² à 4,5 millions de m². Signalons que l'introduction de cette société sur le marché alternatif de la cote de la bourse de Tunis est prévue pour la fin de l'année 2011. La société mère SOMOCER a entamé des travaux pour augmenter la capacité de production de poudre atomisée (destinée à SOTEMAIL) de 75 000 tonnes à 150 000 tonnes avec à la clé un processus de cogénération qui permettra à SOMOCER de réaliser un gain de 2,2MD dans la facture énergétique et dont l'entrée en production est prévue pour 2012.

Les engagements financiers du groupe ne cessent d'augmenter d'une année à une autre. En 2010, le groupe affiche une dette nette de 35MD affichant un gearing de 78,3%.

L'année 2011 :

Le 1^{er} trimestre 2011 a été marqué par un ralentissement de l'activité de SOMOCER. En effet, les ventes locales ont baissé de 13,2% à 10,8MD qui s'explique par le climat d'insécurité qu'a connu la Tunisie après la révolution de janvier 2011, et qui a contraint plusieurs distributeurs de produits sanitaires à fermer leurs magasins et dépôts et l'arrêt de plusieurs chantiers de construction. Par ailleurs, le déclenchement de la guerre en Libye vers mi-février et les perturbations au niveau des différents ports de Tunisie ont affecté les exportations qui sont passées à 4,3MD au 1^{er} trimestre 2011 contre 4,6MD à

(en MD)	2008	2009	2010
Ventes locales	41,3	49,2	55,1
<i>Evolution</i>	<i>10,3%</i>	<i>19,0%</i>	<i>12,0%</i>
Ventes à l'export	11,2	14,0	18,6
<i>Evolution</i>	<i>-17,7%</i>	<i>24,2%</i>	<i>32,9%</i>
Sous-traitance	0,00	0,02	0,17
Chiffre d'affaires	52,6	63,2	73,8
<i>Evolution</i>	<i>2,8%</i>	<i>20,2%</i>	<i>16,8%</i>

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires consolidé	52,6	63,2	73,8
Marge Brute	23,2	27,5	30,0
<i>Marge brute</i>	<i>44,1%</i>	<i>43,5%</i>	<i>40,6%</i>
EBITDA	11,8	13,3	13,7
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>22,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>18,6%</i>
Résultat	7,9	7,5	8,5
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>15,1%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,6%</i>
Bénéfice net	4,84	3,02	3,24
Intérêts des	0,13	0,14	0,17
Bénéfice net part	4,84	2,88	3,07
<i>Marge nette</i>	<i>9,2%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,2%</i>

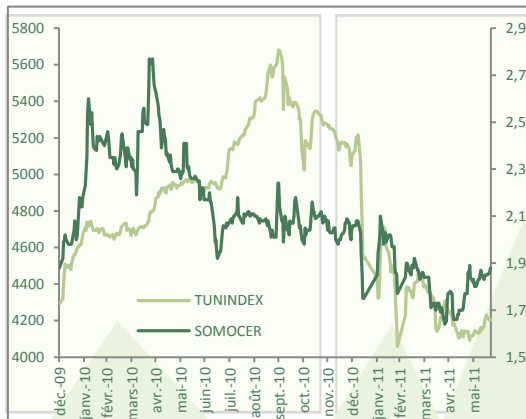
la même période en 2010.

Pour 2011, la société SOMOCER S.A prévoit de réaliser un chiffre d'affaires de 68MD contre 62,5MD en 2010 et un résultat net de 2,7MD contre 2,6MD en 2010.

(en MD)	1 ^{er} trimestre		Variation
	2010	2011	
Ventes locales	12,4	10,8	-13,2%
Ventes à l'export	4,6	4,3	-7,5%
Chiffre d'affaires	17,1	15,1	-11,7%

Aspect boursier :

En termes de valorisation, le titre est légèrement supérieur à l'ensemble du marché (+14,3%) puisqu'il se négocie à 17,6 fois les bénéfices de 2010. Compte tenu de la forte volatilité du titre et d'une rude concurrence sur le secteur de la céramique qui affecte considérablement les marges, **nous recommandons d'alléger votre position sur le titre**, dans l'attente de l'amélioration de l'équilibre financier de la société et d'avoir plus de visibilité sur la situation en Libye.



TPR: Conserver

Actionnariat	
Famille BAYAH (76,5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	37 000 000
Capitalisation boursière (MD)	176
Cours	
Clôture	4,760
31/12/2010	5,750
Variation	
Début 2011	-12,9%
Année 2010	10,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,1
Bénéfice 2010	15,0
Capitaux propres	75,9
Dividende	
Montant	0,250
Div Yield	5,3%
Valorisation	
PE 2009	12,5
PE 2010	11,7
P/BV	2,2

(en MD)	2008	2009	2010
Ventes locales	48,5	48,2	60,6
Evolution	8,4%	-0,7%	25,7%
Ventes à l'export	25,3	21,2	26,6
Evolution	13,4	-16,2%	25,6%
Chiffre d'affaires	73,8	69,4	87,2
Evolution	10,1	-6,0%	25,7%

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	73,8	69,4	87,2
Marge Brute	27,2	28,1	31,5
Marge brute	36,8%	40,5%	36,1%
EBITDA	17,9	18,6	21,0
Marge d'EBITDA	24,2%	26,8%	24,1%
Résultat	15,5	16,4	18,2
Marge opérationnelle	21,0%	23,6%	20,8%
Bénéfice net	14,2	13,8	14,9
Intérêts des minoritaires	0,05	-0,26	-0,07
Bénéfice net part groupe	14,1	14,1	15,0
Marge nette	19,1%	20,3%	17,2%

L'année 2010 :

Les réalisations de 2010 font état d'une nette amélioration du chiffre d'affaires du groupe TPR de 25,7% à 87,2MD. Cette bonne performance est imputable essentiellement à la progression des revenus sur le marché local de 25,7% (60,6MD) après qu'ils aient affiché un net repli en 2009. TPR semble avoir récupéré ses parts de marché perdues en 2009 suite à l'entrée en activité d'un deuxième opérateur qui n'est pas arrivé à convaincre les acteurs du marché de BTP.

L'activité à l'export, elle aussi s'est renforcée en augmentant de 25,6% à 26,6MD tirant profit de l'appréciation du cours du LME (le prix de vente à l'export est indexé au cours du LME).

Le taux de marge brute et la marge opérationnelle se sont dépréciés respectivement de 4,4 points à 36,1% et de 2,8 points à 20,8% suite au surenchérissement du prix des Billettes ainsi qu'à la hausse de la facture énergétique. Le résultat d'exploitation s'établi à 18,2MD en hausse de 10,8% seulement par rapport à 2009. Quant au résultat net part du groupe, il a progressé de 6,7% à 15MD.

Par ailleurs, le groupe dispose d'une situation financière confortable avec une dette nette négative de 20MD qui lui permet de générer une capacité bénéficiaire satisfaisante en dépit du ralentissement de l'activité économique nationale.

Du côté des investissements, le groupe TPR a déboursé en 2010 une enveloppe 11MD notamment dans une nouvelle presse qui permettra d'augmenter la capacité de production. Ces investissements ont été financés en totalité par les fonds propres du groupe.

En 2010, le groupe a créé une nouvelle filiale « ALUFOND » avec un capital de 3MD détenu à 90% par la société TPR. Elle pour objet la récupération de déchets pour la fabrication de billettes : une activité initialement opérée par TPR mais vu l'étroitesse du site actuel, il a été décidé de l'externaliser et de l'implanter dans la zone industrielle de Djebel OUST. Cette filiale dont le principal client sera TPR devrait générer des gains substantiels surtout au niveau de son imposition puisqu'elle est située dans une zone de développement régional bénéficiant d'avantages prévus par le code d'incitation aux investissements. Les résultats générés de cette activité viendront booster les résultats consolidés du groupe.

L'année 2011 :

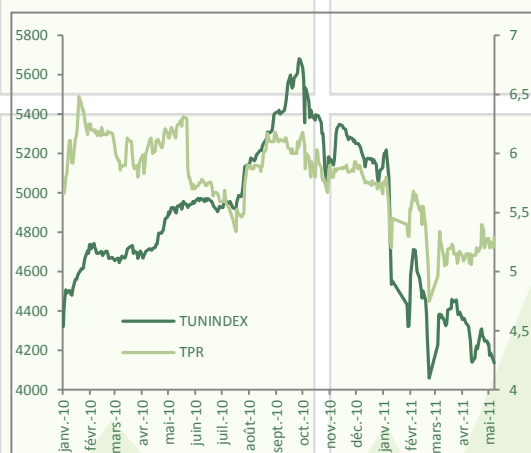
Concernant les trois premiers mois de l'année en cours, le chiffre d'affaires de la société mère a progressé de 3,1% à 19,2MD contre 18,6MD à la même période en 2010. Cette performance est essentiellement imputable à la hausse des ventes à l'export de 1,4MD à 6,3MD. Par contre, le chiffre d'affaires local s'est replié de 5,6% à 12,9MD par rapport au 1^{er} trimestre 2010 impacté par les nombreuses grèves et sit-in observés dans le pays suite aux événements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011.

Pour les perspectives d'avenir du groupe TPR, le fléchissement de la croissance

(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Variation
Ventes locales	13,7	12,9	-5,6%
Ventes à l'export	4,9	6,3	27,2%
Chiffre d'affaires	18,6	19,2	3,1%

économique en Tunisie 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 de l'activité sous condition que le vent de la révolution arabe n'atteigne pas l'Algérie.

Aspect boursier :



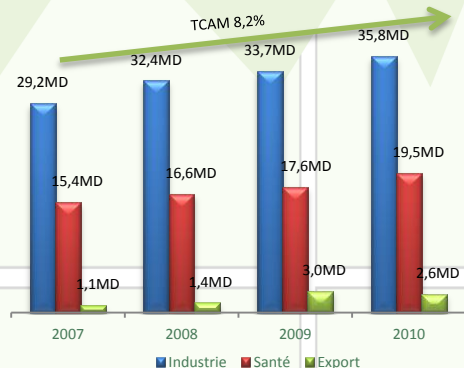
Malgré un environnement économique défavorable, on estime que le groupe TPR dégage une capacité bénéficiaire satisfaisante et dispose d'une situation financière équilibrée. De plus le titre TPR se traite à 13,1 fois ses bénéfices de 2010, en ligne avec l'ensemble du marché.

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 Tunisie : Renforcer

Actionnariat	
Air Liquide International (59,11%)	
BT (19,1%)	
BNA (11,06%)	
Titres	
Nominal	25
Nombre	23 855 025
Capitalisation boursière (MD)	300
Cours	
Clôture	314,000
31/12/2010	301,300
Variation	
Début 2011	7,7%
Année 2010	28,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	10,8
Bénéfice 2010	11,1
Capitaux propres	35,2
Dividende	
Montant	9,700
Div Yield	3,3%
Valorisation	
PE 2009	27,7
PE 2010	26,9
P/BV	8,5



(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	50,4	54,4	58,0
Marge Brute	30,3	32,2	33,8
Taux de marge brute	60,0%	59,1%	58,3%
EBITDA	19,1	20,5	21,2
Marge d'EBITDA	37,9%	37,6%	36,5%
Résultat d'exploitation	12,8	12,8	13,8
Marge opérationnelle	25,4%	23,6%	23,8%
Bénéfice net	10,8	10,8	11,1
Intérêts des	0,01	0,09	0,12
Bénéfice net part	10,8	10,7	11,0
Marge nette	21,4%	19,7%	19,0%

L'année 2010 :

L'exercice 2010 s'est caractérisé par une progression du chiffre d'affaires consolidé de 6,6% à 58MD contre 54,4MD en 2009.

Cette performance a été réalisée grâce à la forte progression des ventes de produits industriels de 2,1MD pour atteindre 35,8MD ainsi que des ventes de produits de santé de 1,9MD à 19,5MD. Par contre, les ventes à l'export se sont contractées de 14,2% à 2,6MD suite à l'arrivée à échéance de certains chantiers en Libye.

Le taux de marge brute ainsi que la marge d'EBITDA se sont détériorés respectivement de 86 p.b à 58,3% et de 108 p.b à 36,5%. Ce fléchissement des marges est imputable à la baisse des prix dans le secteur de la santé d'une part et de l'importation de certains gaz du fait que le niveau de production actuel du groupe AIR LIQUIDE n'arrive pas à satisfaire la demande. Quant à la marge opérationnelle, elle est restée quasiment stable aux alentours de 23,8%.

Le résultat d'exploitation est passé de 12,8MD à 13,8MD soit une hausse de 7,5%. Quant au résultat net part groupe, il est resté quasiment stable aux alentours de 11MD.

En matière d'investissement, le Groupe Air Liquide a inauguré courant 2010 une nouvelle unité de production de gaz ultra pure destiné aux laboratoires. 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 18MD pour la réalisation de ce projet et la modernisation du site de production de Borj Cedria. Ceci a permis au groupe de doubler sa capacité de production actuelle. Notons qu'au cours des 3 dernières années, le groupe a investi pas moins de 30MD afin de mettre à niveau son outil industriel ainsi que le financement de programme de maîtrise d'énergie et de certification.

En 2010, le groupe a signé avec la SNCFT un contrat de 3 ans pour la livraison de gaz industriel. De plus, AIR Liquide assurera l'approvisionnement des hôpitaux Tunisiens en gaz de santé pendant les 5 prochaines années suite à l'obtention de l'appel d'offres lancé par le ministère de la santé.

L'année 2011 :

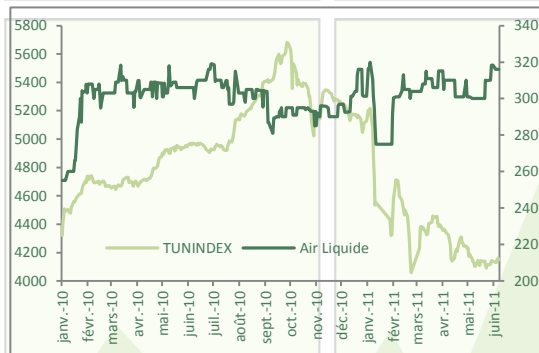
La société Air Liquide a clôturé le 1^{er} trimestre 2011 avec un chiffre d'affaires de 4,9MD contre 5,7MD à la même période en 2010, soit une baisse de 13,5% qui s'explique par un repli des ventes locales suite à la détérioration de l'activité économique post révolution. Par contre, les ventes à l'export ont progressé de 0,9MD à 1,5MD par rapport au 31/03/2010.

Par ailleurs, le volume de production s'est contracté de 344 tonnes par rapport à celui de la même période de l'exercice 2010, particulièrement sur le Gaz Carbonique (-27,5%) et l'Azote (-10,1%).

(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Variation
Ventes locales	5,2	3,4	-33,7%
Ventes à l'export	0,6	1,5	174,2%
Chiffre d'affaires	5,7	4,9	-13,5%

Pour 2011, le groupe prévoit une baisse de son chiffre d'affaires consolidé de 8% à 53,3MD imputable essentiellement au ralentissement de l'activité industrielle en Tunisie et la guerre en Libye. Ainsi, les ventes pour l'industrie devraient accuser un repli de 9,2% à 32,5MD. Par contre, le chiffre d'affaires santé est estimé aux alentours de 20,3MD soit une hausse de 4,1%. Nous estimons tout de même que le groupe arrivera à maintenir un bénéfice net par groupe de 10MD en 2011.

Aspect boursier :



D'un point de vue boursier, le titre se valorise à 26,9 fois son bénéfice pour 2010 et offre un rendement de dividende de 3,3% 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.

Alkimia : Alléger**L'année 2010 :****Actionnariat**

Groupe DOGHRI (40,56%)
 Groupe chimique tunisien (39,1%)
 Groupe DRISS (16,95%)

Titres

Nominal	10
Nombre	1 947 253
Capitalisation boursière (MD)	53

Cours

Clôture	26,990
31/12/2010	33,650

Variation

Début 2011	-19,8%
Année 2010	-7,8%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	2,6
Bénéfice 2010	2,2
Capitaux propres	43,7

Dividende

Montant	0,000
Div Yield	0,00%

Valorisation

PE 2009	20,3
PE 2010	23,4
P/BV	1,1

Les réalisations de l'année 2010 de la société ALKIMIA ont confirmé le regain d'activité entamé en 2009. Ainsi, la production de STPP a progressé de 15,6% à 143 450 tonnes un niveau jamais atteint depuis 2 ans. Le chiffre d'affaires a augmenté de 22,7% à 162,8MD contre 132,7MD à la même période une année auparavant grâce notamment à la hausse de 22% des ventes de STPP à l'export à 154,2MD. La progression des ventes à l'export est le fruit des efforts commerciaux engagés par la société pour conquérir de nouveaux marchés sur la zone MENA notamment la Syrie (29 156 tonnes) ainsi que les pays africains et asiatiques (Inde 19 695 tonnes). Par ailleurs et depuis que les grandes multinationales (Procter & Gamble, Henkel et Unilever) ont substitué le produit proposé par Alkimia, à savoir le STPP, par des polymères et des enzymes, leur part dans le chiffre d'affaires est passé de 86% en 2008 à 50% en 2010. Toutefois, Unilever a continué à occuper une part importante avec l'introduction de nouvelles destinations telles que l'Inde, le Pakistan et le Nigeria.

Le résultat d'exploitation de la société mère demeure négatif à 2MD mais supérieur au déficit de 4,8MD enregistré en 2009. Quant au résultat net, il reste toujours positif à 1,3MD grâce aux reprises sur provisions de 4,8MD mais représente presque le tiers de celui réalisé en 2009.

Au niveau du groupe ALKIMIA, l'année 2010 a été riche en événements. La nouvelle filiale ALKIMIA-Packaging, dont l'activité principale est le stockage et le conditionnement du carbonate de sodium, est entrée en production et a même clôturé l'année sur une note positive avec un chiffre d'affaires de 12,9MD et un résultat net de 239,3mD. Notons, que le principal client de cette filiale est la société mère (60% de la production) et le reste est destiné à l'export. Le coût total de la construction de cette usine s'est élevé à 6,2MD.

Par contre, la situation au niveau de la filiale Algérienne KIMIAL est calamiteuse. L'usine initialement prévue pour une capacité de production de 60 000 tonnes de STPP n'arrive à produire que 30 000 tonnes suite à la défection du constructeur chinois. De plus et avec la hausse des prix de matières premières notamment l'acide phosphorique et une capacité de production d'à peine 15 000 tonnes par an, la société n'arrive même pas à couvrir ses charges d'exploitation. Ainsi, KIMIAL a affiché un déficit de 2,3 millions d'Euro. Pour remédier à ses défaillances, la société doit débloquer 3 millions d'Euro supplémentaires pour remettre à niveau l'usine. Le management d'ALKIMIA a proposé au gouvernement Algérien une feuille de route pour ne pas déposer le bilan et sauver l'usine ainsi que les 150 postes d'emploi. Ce plan s'articule sur 3 points :

- Rendre obligatoire l'utilisation du STPP dans la production de détergents ;
- Etendre l'imposition des barrières douanières sur le STPP importé ;
- La restitution par l'Etat Algérien du précompte TVA de 134 millions de Dinars Algérien.

Un deadline a été fixé par le management, soit le 10 septembre 2011, date de

(en MD)	2008	2009	2010
Production de STPP (Tonnes)	111 920	124 100	143 450
Evolution	-21,3%	10,9%	15,6%
Ventes locales	10,0	5,4	6,6
Evolution	-16,8%	-46,2%	23,5%
Ventes à l'export	165,7	126,3	154,2
Evolution	54,0%	-23,8%	22,0%
Ventes Boues résiduelles	6,1	0,9	1,5
Autres ventes	0,18	0,04	0,53
Chiffre d'affaires	182,0	132,7	162,8
Evolution	48,8%	-27,1%	22,7%

(en MD)	2009	2010
Chiffre d'affaires consolidé	137,4	183,0
Production	128,1	194,5
Marge Brute	24,2	37,2
Marge brute	18,9%	19,1%
EBITDA	1,2	8,3
Marge d'EBITDA	0,9%	4,3%
Résultat d'exploitation	-4,6	-1,6
Marge opérationnelle	-3,6%	-0,8%
Bénéfice net	2,6	2,2
Marge nette	2,0%	1,2%
Intérêts minoritaires	1,8	1,8
Bénéfice net part groupe	4,4	4,1

(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Var
Production (tonnes)	35 860	19 500	-45,6%
Ventes à l'export	34,6	19,0	-45,2%
Ventes locales	1,3	1,5	14,7%
Chiffre d'affaires	35,9	20,5	-43,0%

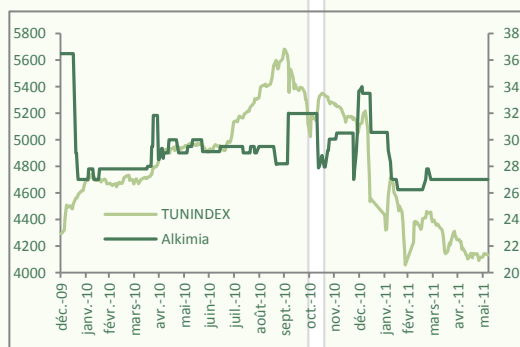
la prochaine AGE qui fixera le sort de la filiale KIMIAL.

Tous ses éléments ont fait que malgré la progression de l'activité du groupe, la rentabilité demeure faible. Ainsi, le chiffre d'affaires consolidé est passé de 137,4MD à 183MD soit une hausse de 33,3%. Le taux de marge brute reste constant aux alentours de 19% et la marge d'EBITDA s'est appréciée de 340 p.b à 4,3% grâce notamment à une meilleure maîtrise des charges d'exploitation. Le résultat d'exploitation demeure négatif à 1,6MD mais à moindre mesure qu'en 2009 plombé par les provisions. Par contre le résultat net part du groupe est quasiment au même niveau qu'une année auparavant à 4,1MD grâce notamment à des revenus non récurrents (gains de change, reprise de provision et indemnité d'assurance).

L'année 2011 :

Durant le premier trimestre 2011, la société a affiché une forte baisse de sa production de 45,6% par rapport à la même période en 2010. Ceci s'explique par les troubles qu'a connus le bassin minier de Gafsa et des différents sit-in bloquant la zone industrielle de Gabès et ayant entraîné l'arrêt des usines du Groupe Chimique Tunisien, principal et unique fournisseur d'acide phosphorique de la Société. Les unités de production de STPP à Gabès ont connu un ralentissement en février et un arrêt total de la production en Mars 2011, pour manque d'acide phosphorique. Ainsi, le chiffre d'affaires a enregistré une baisse de 43% à 20,5MD contre 35,9MD au 1^{er} trimestre 2010.

Pour 2011, l'activité du Groupe ALKIMIA reste tributaire de la situation dans la région de Gabès notamment au niveau de son principal fournisseur Groupe Chimique Tunisie. Quant au projet de Sebkhath Oum EL Khialate, la société a reçu la concession pour l'exploitation dudit site pour y produire 100 000 tonnes par an de sulfate de sodium. Le coût du projet est estimé à 57MD financé à hauteur de 17MD par les fonds propres et le reste par crédit bancaire. La date d'entrée en production est prévue pour juillet 2012 avec à la clé 150 postes d'emploi.



Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le cours du titre s'est contracté de 19,8% depuis le début de l'année et affiche un PE de 23,4 fois les bénéfices de 2010. Ceci traduit la méfiance des investisseurs sur les perspectives futures de la société. Compte tenu, d'un possible dépôt de bilan de la filiale Algérienne KIMIAL et du fait que La société opère sur un marché où les prix sont très volatils, nous recommandons d'**alléger votre position sur le titre.**

ICF : Alléger

Actionnariat	
ARMICO (26,67%)	
S ^{te} Marhaba International (18,53%)	
S ^{te} Marhaba Beach (17,20%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	900 000
Capitalisation boursière (MD)	40
Cours	
Clôture	44,700
31/12/2010	50,400
Variation	
Début 2011	-11,3%
Année 2010	11,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	6,2
Bénéfice 2010	-0,2
Capitaux propres	47,9
Dividende	
Montant	2,500
Div Yield	5,6%
Valorisation	
PE 2009	6,5
PE 2010	ns
P/BV	0,8

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	75,7	65,6	61,1
Production	77,3	64,7	63,0
Marge Brute	16,6	17,5	9,2
Taux de marge brute	21,5%	27,1%	14,5%
VA	12,5	12,7	4,9
EBITDA	7,2	6,9	-0,6
Marge d'EBITDA	43,2%	39,6%	-7,0%
Résultat d'exploitation	6,5	5,3	-2,3
Marge opérationnelle	8,4%	8,2%	-3,7%
Bénéfice net	8,6	6,2	-0,2
Marge nette	11,2%	9,5%	-0,3%

	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Variation
Production (Tonne)	11 073	8 162	-26,3%
Chiffre d'affaires (MD)	11,6	15,7	35,2%
Prix de vente unitaire (dinar)	1 247	1 695	35,9%

L'année 2010 :

Après une année 2009 très difficile pour les « Industries Chimiques de Fluor », les premiers chiffres publiés relatifs aux six premiers mois de 2010 semblaient prometteurs quant à une évolution positive de l'activité. Mais contre toute attente, la société a clôturé l'exercice 2010 avec un résultat d'exploitation négatif de 2,3MD et un déficit de 0,2MD.

Cette situation s'explique en premier lieu par la baisse du chiffre d'affaires de 6,9% à 61,1MD. Cette régression se justifie par un repli des prix de ventes de 16,35% soit 198 dollars par tonne, et ce malgré la progression des quantités vendues de fluorure d'aluminium de 2 581 tonnes à 42 831 tonnes. En second lieu, la forte hausse du prix des matières premières enregistrée tout au long de 2010 et plus particulièrement l'acide sulfurique a considérablement réduit la marge brute des ICF qui est passée de 17,5MD en 2009 à 9,2MD en 2010. Ceci est dû à la décision du Groupe Chimique Tunisien d'annuler les approvisionnements de la société en acide sulfurique, et la société était obligée d'importer une quantité importante d'acide à des prix très élevés.

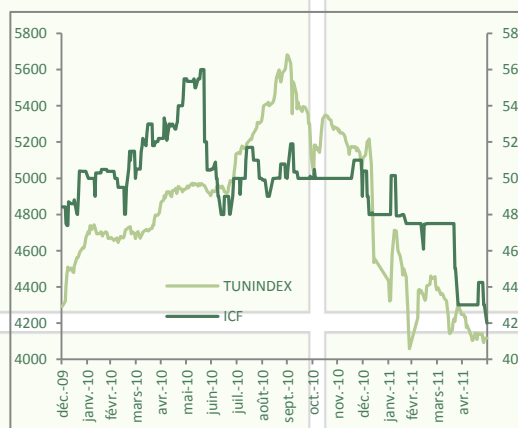
Pour pallier à ce dernier désagrément et afin d'assurer la pérennité de l'entreprise, deux projets sont mis à l'étude :

- Le premier qui verra le jour d'ici 6 à 8 mois consistera à construire une unité de stockage de matière première pour assurer la continuité de l'approvisionnement sans passer par le Groupe Chimique Tunisien. Le coût de cet investissement est estimé à 1,3MD qui sera financé par les fonds propres de la société ;
- Le deuxième projet consistera en la construction d'une usine de production d'acide sulfurique dont le coût est estimé à 40MD. L'étude de faisabilité est en cours le financement se fera soit par recours au marché monétaire soit par une augmentation de capital en numéraire. Il faut signaler que cette usine permettra de produire de l'électricité pour le compte des ICF et ainsi réduire la facture d'électricité de 1,5MD.

L'année 2011 :

Le 1^{er} trimestre 2011 a été marqué par une baisse de la production qui est due à l'arrêt programmé de l'usine pendant dix jours en mars 2011 pour entretien annuel d'une part et les différents SIT-IN organisés par des demandeurs d'emploi dans la zone industrielle de Gabès d'autre part. Par contre, le chiffre d'affaires s'est établi à 15,7MD en hausse de 35,2% par rapport à la même période en 2010 grâce à la révision du prix de fluorure d'aluminium qui a augmenté de 35,9% à 1 695 dinars. Par ailleurs, depuis le début de 2011, les cours de matières premières continuent leur envolée entamée depuis 2010.

Sur une année pleine, on estime que cette situation impactera négativement les résultats de la société ICF. Ainsi et même si une hausse du chiffre d'affaires en 2011 est attendue grâce à un effet prix, la société ne renouera pas avec les bénéfices à court terme sans un changement dans sa politique commerciale ainsi que la mise en place d'une structure fiable d'approvisionnement des matières premières.

Aspect boursier :

Les réalisations décevantes de la société en 2010 ont impacté négativement le titre qui a perdu 11,3% de sa valeur depuis le début de l'année 2011. Toutefois, le titre ICF offre l'un des meilleurs rendements en dividende de la place 5,6% avec un dividende de 2,500 dinars par action. Cependant, il est important de signaler que la société a dû pomper sur ses réserves (2 250mD) pour distribuer un tel dividende conséquent.

Compte tenu de la forte exposition de la société au cours des matières premières et aux nombreux Sit-In dans la région de Gabès, nous recommandons d'alléger votre position sur le titre.

SIAME : Conserver**Actionnariat**

Hédi BEN AYED (53,46%)
Public (46,54%)

Titres

Nominal	1
Nombre	14 040 000
Capitalisation boursière (MD)	66

Cours

Clôture	4,700
31/12/2010	5,380

Variation

Début 2011	-13,3%
Année 2010	59,6%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	-1,0
Bénéfice 2010	1,5
Capitaux propres	19,0

Dividende

Montant	0,070
Div Yield	1,5%

Valorisation

PE 2009	ns
PE 2010	43,7
P/BV	3,2

(en mD)	2008	2009	2010
Ventes locales*	4 543	5 553	6 310
Evolution		22,2%	13,6%
Ventes STEG	6 693	3 358	4 733
Evolution		-49,8%	40,9%
Ventes à l'export*	8 735	6 842	9 594
Evolution		-21,7%	40,2%
Chiffre d'affaires*	19 971	15 753	20 638
Evolution		-21,1%	31,0%

*chiffre d'affaires retraité des ventes de la gamme confort (Activité transférée au groupe AREM)

L'année 2010 :

La **société mère du groupe SIAME** a clôturé l'exercice 2010 avec un chiffre d'affaires de 21,7MD quasiment au même niveau qu'en 2009. Toutefois, il est important de noter que l'activité « Confort » qui représentait 28% du chiffre d'affaires global de la société a été transférée au groupe El Arem en 2010 suite au rachat de la société par le groupe BEN AYED. A périmètre constant, le chiffre d'affaires a progressé de 31% à 20,6MD contre 15,7MD en 2009. Les ventes sur le marché local ont progressé de 23,9% à 11MD contre 8,9MD boostées essentiellement par les ventes à la STEG de 1,4MD à 4,7MD. Par ailleurs, les ventes à l'export ont bondi de 2,7MD principalement sur les marchés Irakien (36,4% du CA à l'export) et Marocain (13,7% du CA à l'export).

En 2010, la SIAME a affiché un résultat d'exploitation positif de 1 869mD contre un déficit de 310mD en 2009. Ceci s'est rendu possible grâce à la maîtrise des charges d'exploitation d'une part et l'obtention d'une ristourne et une révision des prix d'achat des composants électriques d'autre part. Quant au résultat net, la société mère a renoué avec les bénéfices avec un résultat net de 1,5MD contre un déficit de 1MD en 2009. En effet, outre l'amélioration des marges, les charges financières sont passées de 1MD en 2009 à 0,4MD en 2010 suite à la baisse des engagements bancaires de 1,3MD à 3MD au 31/12/2010.

Pour **le groupe SIAME**, le chiffre d'affaires consolidé s'est établi à 29,5MD en 2010 contre 24,8MD une année auparavant. Une performance qui s'explique par la forte progression des ventes enregistrées au niveau de trois filiales CONTACT, ELECTRICA et SITEL. En effet, depuis le rachat du groupe SIAME en 2009 par M. Hédi BEN AYED, un énorme chantier de restructuration du groupe a été mis en place afin de consolider la capacité industrielle du groupe via l'amélioration du taux d'intégration des produits de SIAME.

A cet effet, une enveloppe de 2MD a été allouée à la société **CONTACT**, spécialisée dans la sous-traitance de produits électronique et automobile destinés à l'export, pour développer son activité et intégrer une ligne d'injection plastique. Ceci ayant pour but de proposer à ses donneurs d'ordres un produit fini à haute valeur ajoutée.

Pour **ELECTRICA**, le management déploie des efforts considérables pour puiser le potentiel de croissance du marché d'appareillage électrique à travers les produits d'équipement complémentaire à la gamme SIAME que commercialise la société grâce notamment à la distribution exclusive de la marque GENERAL ELECTRIC.

Par ailleurs, la société **SITEL**, dont l'activité principale repose sur les travaux électriques, a été assainie grâce à la réduction de capital et l'affectation de la totalité des réserves pour résorber les pertes antérieures suivies d'une augmentation de capital de 1MD (part de la SIAME 66,4%). Cette injection de liquidités permettra à la société de booster son activité et participer aux appels d'offres nationaux et internationaux.

Par contre, la filiale **TOUTALU** considérée comme le canard boiteux du groupe, sa restructuration nécessitera plus de temps. Le niveau d'activité actuel n'arrive même pas à rentabiliser l'investissement initial (+4MD). Le management cherche à dénicher des donneurs d'ordres autres que le groupe SIAME pour booster l'activité.

(en mD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	27 416	24 851	29 490
<i>Evolution</i>	-13,5%	-9,4%	18,7%
Marge Brute	9 148	8 107	10 273
<i>Marge brute</i>	33,4%	32,6%	34,8%
EBITDA	2 826	2 092	4 420
<i>Marge d'EBITDA</i>	10,3%	8,4%	15,0%
Résultat d'exploitation	785	-181	2 322
<i>Marge opérationnelle</i>	2,9%	-0,7%	7,9%
Bénéfice net	3,5	-724	1 704
Intérêts des minoritaires	-146	-44	102
Bénéfice net part groupe	150	-680	1 603
<i>Marge nette</i>	0,01%	-2,91%	5,78%

(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Variation
Ventes locales	2,4	1,3	-48,1%
Ventes à l'export	1,7	2,0	12,6%
Chiffre d'affaires	4,2	3,2	-22,7%

Ces efforts entamés par le nouveau management depuis 2009 ont porté leurs fruits. Le taux de marge brute du groupe s'est apprécié de 2,2 points à 34,8% et la marge opérationnelle s'établit désormais à 7,9% contre -0,7% en 2009. Ainsi, le groupe a clôturé l'exercice 2010 sur un bénéfice net part groupe de 1,6MD contre un déficit de 680mD au 31/12/2010 notamment grâce à la baisse des charges financières nettes de 25,9% fruit du plan de restructuration financière entamé courant le quatrième trimestre de l'année 2009.

L'année 2011 :

Durant les trois premiers mois de 2011, les ventes de la société mère SIAME se sont caractérisées par un repli de 22,7% à 3,2MD contre 4,2MD à la même période en 2010. Cette contre-performance s'explique par une régression des ventes locales de 1,1MD à 1,3MD suite un décalage des commandes en cours pour la STEG d'une part et au gel des commandes des principaux clients après la révolution. Sur une année 2011 pleine, le management compte réaliser un chiffre d'affaires de 24MD à travers un accroissement du volume des ventes locales de 7,5MD, des ventes à la STEG de 5,5MD et des ventes destinées à l'export de 11MD. Quant au résultat net, il est estimé à 2MD au 31/12/2011.

Pour ce faire la société compte focaliser ses principaux axes de recherche sur les activités comptage et disjoncteurs en utilisant les dernières technologies. Par ailleurs, le management ambitionne de consolider la marge brute pour atteindre une marge moyenne de 36% pour l'ensemble des activités et ce malgré la hausse des cours des matières premières et des composants. De plus, un programme d'optimisation des unités comptage, électrique et injection plastique est mis en place afin d'améliorer les performances en termes de productivité dans lesdits ateliers.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre se traite 43,7 ses bénéfices 2010 largement en surcote par rapport au marché. Nous considérons que le cours actuel intègre déjà les performances futures du groupe. Compte tenu de ce qui précède et dans l'attente du business plan que le management a promis de le communiquer courant l'année 2011, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.

SOTUVER : Conserver

Actionnariat	
CFI (82,36%)	
Hafed HMAYED (5,24%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	12 632 500
Capitalisation boursière (MD)	93
Cours	
Clôture	7,380
31/12/2010	7,900
Variation	
Début 2011	-3,4%
Année 2010	-20,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	6,1
Bénéfice 2010	6,1
Capitaux propres	24,3
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	3n4%
Valorisation	
PE 2009	15,2
PE 2010	15,2
P/BV	3,4

(en MD)	2008	2009	2010
Ventes locales	16,3	17,4	19,3
<i>Evolution</i>	22,5%	6,9%	10,6%
Ventes à l'export	7,1	8,8	5,1
<i>Evolution</i>	83,4%	23,8%	-42,2%
Chiffre d'affaires	23,4	26,2	24,3
<i>Evolution</i>	36,3%	12,0%	-7,1%

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	23,4	26,2	24,3
Marge Brute	10,7	14,8	15,4
<i>Marge brute</i>	45,7%	56,3%	63,3%
EBITDA	6,7	9,7	10,5
<i>Marge d'EBITDA</i>	28,7%	37,2%	43,2%
Résultat d'exploitation	3,7	7,0	7,3
<i>Marge opérationnelle</i>	15,9%	26,6%	29,9%
Bénéfice net	2,4	6,1	6,1
<i>Marge nette</i>	10,3%	23,4%	25,2%

L'année 2010 :

L'année 2010 s'est caractérisée par un repli du chiffre d'affaires de 7,1% à 24,3MD contre 26,2MD en 2009 imputable essentiellement à une forte contraction des ventes à l'export de 42,2% à 5,1MD. Par contre, les ventes locales ont progressé de 10,6% à 19,3MD suite à la mise en place d'un mix de production privilégiant le verre teinté destiné au marché local plutôt que le verre blanc destiné à l'exportation.

Grâce aux efforts de compression des coûts et l'ajustement des prix, le taux de marge brute s'est apprécié de plus que 7,1 points à 63,73% et l'excédent brut d'exploitation a atteint 10,5MD contre 9,7MD en 2009, soit une hausse de 8%. De plus, la baisse du niveau d'endettement et par conséquent les charges financières a permis de réduire la contribution de l'EBE au remboursement des charges d'intérêts de 3 points pour qu'il ne représente que 8,1% de l'EBE.

Quant au résultat net, il est resté stable aux alentours de 6,1MD est ce malgré la progression du résultat d'exploitation de 4,4% qui s'explique par une perte sur cession de 587,7mD.

Le dernier trimestre de 2010 a été marqué par l'arrêt du four pendant 47 jours pour la révision de fin de campagne (7 à 8 ans). Ainsi, 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 551mD à 9,9MD.

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).

L'année 2011 :

Au cours des 3 premiers mois de 2011, le ralentissement de l'activité économique nationale a impacté négativement le chiffre d'affaires local qui s'est établi à 2,5MD contre 4,5MD à la même période en 2010 soit une baisse de 45,2%. Par contre, les ventes à l'export ont bondi de 1,2MD à 2,6MD par rapport au 1^{er} trimestre 2010 grâce à une stratégie commerciale fortement orientée vers l'export qui a permis d'atteindre un carnet de commande 2011 export de 10,2MD, soit le double de l'année 2010. La société compte maintenir tout au long de l'année cet effort de pénétration des marchés de la zone afin de gommer l'impact du repli des ventes locales et d'aboutir à des résultats probants pour l'exercice 2011.

Pour les années avenir, on estime que l'entretien du four permettra au leader national de la verrerie d'honorer ses engagements sur le moyen terme mais la

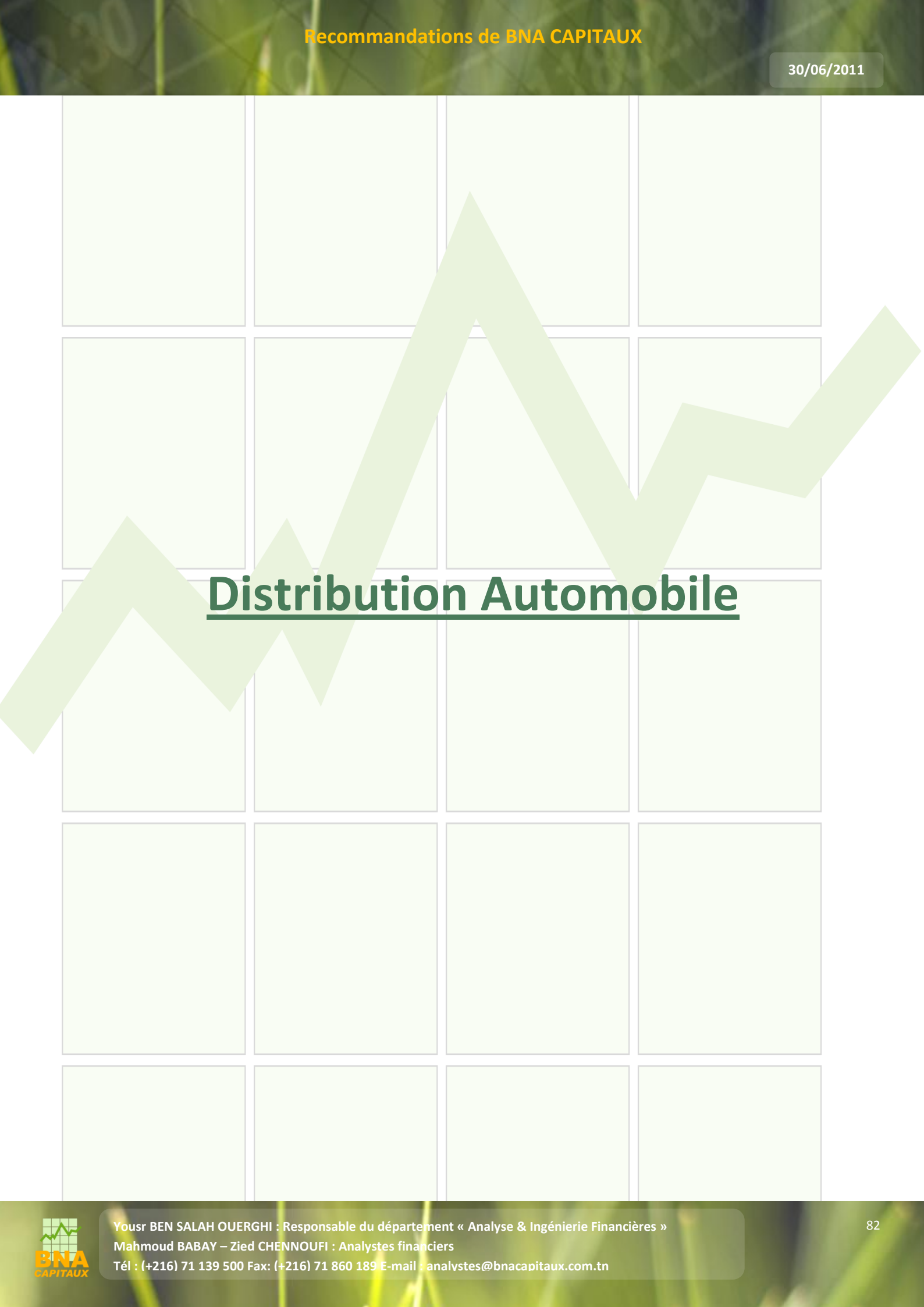
(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Variation
Ventes locales	4,6	2,5	-45,2%
Ventes à l'export	1,4	2,6	77,7%
Chiffre d'affaires	6,1	5,1	-15,9%

vétusté de ce dernier exige l'acquisition d'un 2^{ème} four qui va assurer la continuité d'exploitation de l'entreprise. L'investissement total pour l'acquisition et la mise en place de ce four est estimé aux alentours de 20MD dont le montage financier se fera essentiellement via une augmentation de capital en numéraire. L'entrée en exploitation est prévue au 4^{ème} trimestre 2012 et 2013 sera l'année de pleine production.

Aspect boursier :

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 plus que quintuplé pour atteindre les 112,500 dinars mi-octobre 2009. Afin d'améliorer la liquidité du titre, la société a procédé en juillet 2010 à un split du titre pour porter la valeur nominale de 10 dinars à 1 dinar. Depuis le début de l'année 2011, le titre s'est replié de 3,4% moindre que l'Indice de marché et affiche un PE de 15,2 fois les bénéfices de 2010, en ligne avec le marché.

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 2^{ème} 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 (65,23%)
Abu Dhabi Fund (9,32%)

Titres

Nominal	1
Nombre	25 500 000
Capitalisation boursière (MD)	298

Cours

Clôture	11,700
31/12/2010	12,430

Variation

Début 2011	-5,9%
Année 2010	8,7%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	23,2
Bénéfice 2010	30,0
Capitaux propres	90,2

Dividende

Montant	0,860
Div Yield	7,4%

Valorisation

PE 2009	12,9
PE 2010	9,9
P/BV	3,3

L'année 2010 :

L'année 2010 a été une excellente année pour le Groupe ARTES puisque le groupe annonce avoir vendu 10 837 véhicules durant l'année écoulée soit une augmentation de 14,2% par rapport à 2009 jugée elle-même une excellente année.

Le groupe ARTES a vu croître ses ventes de 17,7% à 234,2MD contre 199MD 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. En effet, sur le segment des véhicules particuliers la marque RENAULT est leader avec 9 840 immatriculations dont 71% pour la RENAULT SYMBOL. Le groupe détient une part de marché de 22% sur ce segment de voitures particulières.

Par ailleurs, et malgré une concurrence plus ardue entre les concessionnaires automobiles, le groupe ARTES a réussi à améliorer ses marges. La marge brute ainsi que la marge opérationnelle se sont améliorées respectivement de 156p.b à 17,8% et de 139p.b à 14,4% résultant du développement de l'activité et d'une meilleure maîtrise des charges d'exploitation.

Ainsi, le groupe ARTES affiche un résultat d'exploitation de 33,6MD en progression de 30,3% et un résultat net part groupe de 30MD contre 23,2MD soit une hausse de 29,4%.

L'année 2011 :

Le 1^{er} trimestre de 2011 s'est caractérisé par une chute des ventes de la société ARTES de 73,3% à 14MD par rapport à la même période en 2010 qui s'explique par les événements qu'a connu le pays au cours des premiers mois de 2011.

Pour 2011, les perspectives de développement du groupe ARTES semblent compromises. En effet, le gouvernement de transition a octroyé au groupe ARTES au titre de l'année 2011 un quota de 7 580 unités, soit 3 257 unités de moins qu'en 2010. Nous estimons que ceci impactera significativement les performances du groupe ARTES en 2011 mais à moindre mesure par rapport à son secteur. On prévoit sur une année pleine, un chiffre d'affaires consolidé de 180MD et un résultat net part groupe aux alentours de 23,5MD (-22% par rapport à 2010). Notons, que les produits de placements du groupe contribuent en moyenne à hauteur 15% au résultat net part du groupe.

Toutefois, le groupe ARTES jouit d'une structure financière saine (les liquidités représentent près de 60% du total actifs) et d'un endettement vierge qui lui permet de faire face à la conjoncture économique difficile que rencontre actuellement le secteur de distribution automobile.

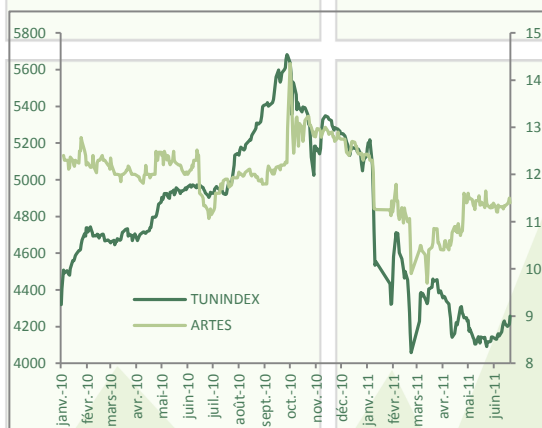
Il est important de souligner que le groupe est très bien positionné sur le marché Tunisien avec une représentation de trois grandes marques internationales (Renault, Nissan et Dacia) et qu'une éventuelle levée des quotas d'importation boostera considérablement les ventes du groupe.

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	167,4	199,0	234,2
Marge Brute	29,1	32,3	41,7
<i>Marge brute</i>	<i>17,4%</i>	<i>16,2%</i>	<i>17,8%</i>
EBITDA	25,5	28,6	37,6
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>15,2%</i>	<i>14,4%</i>	<i>16,1%</i>
Résultat d'exploitation	22,2	25,8	33,6
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,4%</i>
Bénéfice net	21,0	23,4	30,2
Intérêts des	-0,34	-0,18	-0,16
Bénéfice net part	20,7	23,2	30,0
<i>Marge nette</i>	<i>12,4%</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,8%</i>

(en MD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011
Chiffre d'affaires	52,4	14,0
Marge commerciale	7,0	2,2
Taux de marge commerciale	13,3%	15,5%

Pour ce qui est des perspectives d'avenir, ARTES continuera sa politique de renouvellement des gammes en proposant de nouveaux modèles tels que la Renault LATITUDE et Renault LAGUNA coupée qui seront commercialisées courant 2011. Le groupe devra écouler aussi sur le marché de nouveaux modèles de la marque DACIA tels que Logan, Fourgon (utilitaire) et DUSTER (SUV) fabriquée au Maroc.

L'année 2011 :



Côté boursier, le titre ARTES se traite à un PE 12,7 fois ses bénéfices estimés pour l'année en cours et offre un rendement en dividende de 7,4%, l'un des plus élevé du marché. Il est important de signaler que lors de l'introduction en bourse d'ARTES, un pacte a été conclu entre les actionnaires détenant plus de 68% du capital. Ce pacte stipule que la société s'engage à distribuer 80% des bénéfices pendant 3 ans et ce jusqu'au 4 avril 2011. Ceci laisse présager une éventuelle baisse du dividende au titre de l'exercice 2011. Un exercice qui devrait selon nos estimations afficher un repli du bénéfice net de 22%.

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%)

Titres

Nominal	1
Nombre	30 000 000
Capitalisation boursière (MD)	251

Cours

Clôture	8,350
31/12/2010	11,680

Variation

Début 2011	-28,5%
Année 2010	9,2%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	22,2
Bénéfice 2010	23,7
Capitaux propres	77,7

Dividende

Montant	0,250
Div Yield	3,0%

Valorisation

PE 2009	11,3
PE 2010	10,6
P/BV	3,2

L'année 2010 :

Le groupe ENNAKL Automobiles a enregistré en 2010 un chiffre d'affaires de 420,8MD, soit une progression de 29,1% 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.

Il faut signaler que les états financiers consolidés du groupe ENNAKL Automobiles intègrent les ventes du 1^{er} trimestre 2010 de l'activité véhicules industriels pour un montant de 56,5MD en 2010 (44,5MD en 2009). Cette activité a été transférée à la société Ennakl Véhicules industriels qui ne fait pas partie du périmètre de consolidation du groupe ENNAKL. Ainsi, les états financiers tel qu'arrêtés au 31/12/2011 n'intégreront pas les ventes de véhicules industriels et le chiffre d'affaires 2011 sera amputé de fait d'au moins 60MD.

Le taux de marge brute et la marge opérationnelle se sont contractés respectivement de 66p.b à 12,6% et de 72p.b à 7,9% en raison des nombreuses actions promotionnelles et de la rude concurrence entre les concessionnaires automobiles.

Le résultat d'exploitation s'est établi à 33,4MD contre 28,3MD en 2009 soit une hausse de 18,4%. Par ailleurs, une provision pour dépréciation des titres SDA de 4,5MD a été constatée au niveau des produits de placements qui est venue plomber le résultat net part groupe qui n'a progressé que de 6,7% à 23,7MD.

L'année 2011 :

Les trois premiers mois de 2011 se sont avérés très difficiles pour le groupe ENNAKL Automobile. Le chiffre d'affaires s'est établi à 36,9MD soit une baisse de 64,7% par rapport à la même période en 2010 qui s'explique par le transfert de l'activité véhicules industriels à la société ENNAKL Véhicules Industriels d'une part et le ralentissement de la demande de véhicules neufs suite aux événements qu'a connu la Tunisie au cours du mois de janvier 2011.

Ces événements ont fait subir au groupe ENNAKL Automobiles des pertes considérables. En effet, le groupe a constaté une perte de 20 unités du stock de véhicules dont 8 Porsche et 12 Seat pour une valeur estimée à 1,5MD.

Une reprise de l'activité a été enregistrée à partir du mois d'avril ramenant le chiffre d'affaires cumulé de la société à 66MD, soit une baisse de 36% seulement par rapport à la même période de 2010.

Par ailleurs, une éventuelle nationalisation de la société à travers Princess Holding détenant 60% du capital, pourrait conduire à un changement de la stratégie de développement annoncée par le groupe lors de son introduction en bourse.

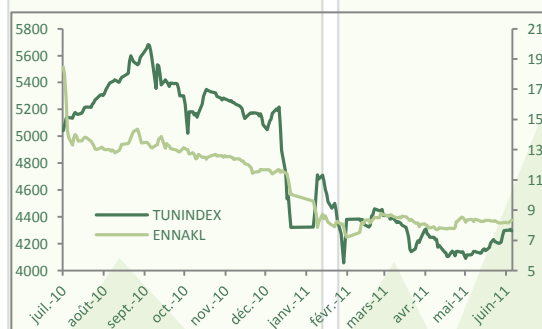
De plus, la remise en cause des quotas d'importation octroyés au groupe pour l'année 2011 qui a été fixé à 7 000 véhicules devrait impacter négativement

(en mD)	2008	2009	2010
Véhicules VW	193	218	285
<i>Evolution</i>	34,4%	12,9%	31,0%
Véhicules AUDI	14	29	38
<i>Evolution</i>	38,5%	100,2	32,2%
Véhicules SEAT	0	0	15
<i>Evolution</i>	-	-	-
Véhicules Porsche	1 154	1 976	11
<i>Evolution</i>	307,8	71,2%	479,5
Chiffre d'affaires véhicules	209	249	351
<i>Evolution</i>	35,2%	19,3%	40,9%

(en mD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	275	326	420
Marge Brute	37 156	43 310	53 112
<i>Taux de marge brute</i>	13,5%	13,3%	12,6%
EBITDA	29 167	30 541	34 506
<i>Marge d'EBITDA</i>	10,6%	9,4%	8,2%
Résultat d'exploitation	26 000	28 260	33 454
<i>Marge opérationnelle</i>	9,4%	8,7%	7,9%
Résultat net consolidé	21 007	22 189	23 684
Intérêts des	2,6	0,5	0,1
Résultat net part du	21 004	22 188	23 684
<i>Marge nette</i>	7,6%	6,8%	5,6%

*Chiffres IFRS consolidés tenant compte de l'activité Véhicules Ind.

(en mD)	1 ^{er} trimestre		Variation
	2010	2011	
Chiffre d'affaires	104 633	36 915	-64,7%
Coût d'achat des marchandises	93 392	33 171	-64,5%
Marge	11 241	3 743	-66,7%



l'activité du groupe. Nous estimons que le groupe ENNAKL Automobiles enregistrera une baisse de son chiffre d'affaires de 40% hors véhicules industriels 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.

Aspect boursier :

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 28,5%). Il se valorise à 10,6 fois les bénéfices de 2010, en décote par rapport à l'ensemble du marché et offre un rendement en dividende de 3,0%. Un dividende qui a été revu à la baisse lors de la dernière AGO statuant sur l'exercice 2010 à 0,250 dinars contre 0,583 dinars initialement prévu.

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

Magasin Général: Conserver**Actionnariat**

Med Invest Company (76,3%)

Titres

Nominal	5
Nombre	2 296 250
Capitalisation boursière (MD)	259

Cours

Clôture	112,990
31/12/2010	140,680

Variation

Début 2011	-19,7%
Année 2010	9,1%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	-1,6
Bénéfice 2010	0,1
Capitaux propres	40,9

Dividende

Montant	0,000
Div Yield	0,0%

Valorisation

PE 2009	ns
PE 2010	ns
P/BV	6,0

L'année 2010 :

Les chiffres de 2010 du groupe Magasin Général confirment la reprise de l'activité entamée depuis l'année 2009, avec une hausse de 31,6% du chiffre d'affaires consolidé à 528,1MD contre 401,1MD en 2009. Cette progression a été réalisée grâce notamment à l'orientation des produits de grande consommation d'une part, et aux efforts marketing et commerciaux importants engagés par le groupe d'autre part.

Avec la mise en place d'une centrale d'achat du groupe courant 2009, le groupe Magasin Général a pu garder une marge brute aux alentours de 15,6% et ce malgré la forte concurrence qui règne sur le secteur de la grande distribution. Cette centrale permet au groupe de centraliser tous ses achats et de bénéficier ainsi d'une économie d'échelle et de compresser ses coûts d'approvisionnement.

L'Excédent Brut d'Exploitation s'est établi à 53,4MD soit une hausse de 35,1% par rapport à 2009 : fruit du plan de restructuration engagé depuis la privatisation du groupe. Le résultat d'exploitation qui a progressé de 2,53MD à 3,2MD en 2010 reste toujours plombé par l'amortissement de l'écart d'acquisition du groupe BHM pour un montant de 7,3MD.

En 2010, le groupe a renoué avec les bénéfices avec un résultat net part groupe de 129,25mD contre un déficit de 1 587,54mD en 2009. En effet, outre l'amortissement du Goodwill qui plombe le bottom line, le résultat net a été impacté négativement par la prise en charge de la CNSS du personnel partant de 885,15mD et positivement d'une reprise sur dettes fournisseurs de 1,6MD.

Par ailleurs et courant 2010, le groupe Magasin Général s'est doté d'un nouveau dépôt de stockage à Borj Cédria d'une surface de 7500m² afin de résoudre tous les problèmes de rupture de stocks et assurer l'optimisation logistique et organisationnelle. En outre, Magasin général a acquis 21 points de vente de BATAM, cela ne concerne que le fonds de commerce et le nom commercial BATAM. L'objectif du management étant de se lancer dans la vente d'électroménager avec l'enseigne BATAM. Une enseigne qui jusqu'à aujourd'hui bénéficie d'une excellente notoriété auprès des clients. Des travaux de réaménagement ont été entamés et d'ici 2011 tous ces points de vente seront opérationnels.

L'année 2011 :

Le groupe Magasin Général a subi des dégâts importants lors des récents événements survenus au début de l'année 2011. En effet, plusieurs magasins et dépôts ont été soit incendiés soit saccagés. Ces dégâts se détaillent comme suit :

- Des immobilisations pour une valeur comptable nette globale qui s'élève à 16,6MD. Nous estimons que le coût de remplacement sera largement supérieur ;
- Les stocks de marchandises, valorisés au dernier prix d'achat de 2010 pour dépréciation, pour une valeur globale de 25MD.

Les compagnies d'assurances ont jusqu'à présent avancé 13MD sur l'ensemble des dommages en attendant la fin des expertises. Le reste des pertes sera impacté en totalité sur l'exercice 2011.

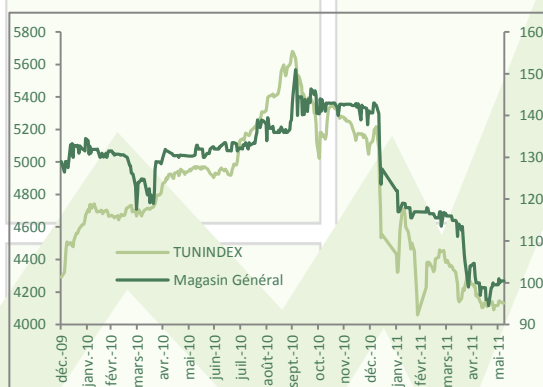
(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires consolidé	350,2	401,1	528,1
<i>Evolution</i>		14,5%	31,6%
Marge Brute	43,2	63,3	82,3
<i>Taux de Marge brute</i>	12,3%	15,8%	15,6%
EBITDA	18,7	39,5	53,4
<i>Marge d'EBITDA</i>	5,3%	9,9%	10,1%
Résultat d'exploitation	-2,3	0,6	3,2
<i>Marge opérationnelle</i>	-0,7%	0,2%	0,6%
Résultat net consolidé	-2,1	-1,6	0,2
Intérêts des minoritaires	0,19	0,02	0,05
Résultat net part groupe	-2,3	-1,6	0,1

(en MD)	1 ^{er} trimestre		Variation
	2010	2011	
Chiffre d'affaires	67,0	55,5	-17,2%
Charges de personnel/C.A	7,1%	9,6%	250 p.b
Nombre de points de vente	47	55	8

Ces événements ont eu comme impact un repli des ventes de la société Magasin Général au 1^{er} trimestre 2011 de 17,2% à 55,5MD par rapport à la même période en 2010. Notons qu'au 30 avril 2011, 10 magasins et 2 dépôts sont encore hors exploitation.

Par ailleurs et depuis le début de l'année 2011, le nombre de nouveau point de vente a augmenté de 7 magasins par l'adjonction de 4 points de vente Magro et l'ouverture de 3 points de vente BATAM. Pour une année pleine, l'ouverture des 18 magasins BATAM déjà programmés ainsi que le lancement de la nouvelle marque distributeur 10/10 (exclusivité magasin général), dont le but est de proposer des produits de grande consommation de bonne qualité et à des prix défiant toute concurrence, permettront au groupe de maintenir les niveaux de croissance enregistrés sur les 3 dernières années.

Aspect boursier :



D'un point de vue boursier et depuis le début de l'année, le titre Magasin Général a été délaissé par les investisseurs suite aux importants dégâts subi par un nombre conséquent de magasins et dépôts du groupe. Malgré ses pertes et le retard qu'accusera le plan de restructuration mis en place par le nouveau management depuis la privatisation, la société peut compter sur ses actionnaires de référence, à savoir les groupes PGH et BAYAHI, qui jouissent d'une forte notoriété dans les milieux financiers et d'une structure financière solide. De plus, l'ouverture de nouveaux magasins et l'éventualité d'avoir une licence d'hyper marché dans la région de Sfax fait que les perspectives sont à moyen terme prometteuses. Compte tenu de ce qui précède, nous maintenons notre recommandation de **conserver le titre**.

MONOPRIX: Conserver**Actionnariat**

Groupe Mabrouk - EXIS - (76,57%)

Titres

Nominal	2
Nombre	9 245 080
Capitalisation boursière (MD)	253

Cours

Clôture	27,400
31/12/2010	8,600

Variation

Début 2011	-4,3%
Année 2010	-6,8%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	15,4
Bénéfice 2010	11,6
Capitaux propres	62,4

Dividende

Montant	0,000
Div Yield	0,0%

Valorisation

PE 2009	16,5
PE 2010	21,9
P/BV	4,0

L'année 2010 :

Au 31/12/2010, le chiffre d'affaires consolidé du groupe MONOPRIX s'établit à 421,5MD en hausse de 9,2% grâce notamment au renforcement du réseau magasins MONOPRIX avec l'ouverture de 3 nouveaux points de vente. Ceci ramène le réseau à 70 magasins ainsi que l'intégration en année pleine des 6 magasins de « SAHARA confort ».

Cette performance a été accompagnée par une amélioration de la marge brute de 20 p.b à 17,3% et ce malgré la forte concurrence qui règne sur le secteur de la grande distribution. La marge d'EBITDA reste stable aux alentours de 8,6% ce qui témoigne d'une bonne maîtrise des charges de personnel qui représentent 6,4% du chiffre d'affaires. Par contre, la marge opérationnelle s'est détériorée de 100 p.b à 4,4% suite à la baisse du résultat d'exploitation de 12,3%. Une baisse qui s'explique par la constatation de provisions couvrant les risques engendrés par les événements du premier trimestre 2011. Les dotations aux provisions ont concerné :

- La rotation des stocks de marchandises et leur dépréciation pour 3,7MD ;
- La situation financière de quelques fournisseurs pour 1,3MD ;
- L'accroissement des charges d'entretien et de réparation suite à une large opération de mise à niveau du matériel et équipements.

Le bénéfice net part groupe s'est inscrit en baisse de 24,9% à 11,5MD contre 15,3MD en 2009 plombé par les charges financières (nets des produits financiers) qui représentent désormais 21,2% du résultat d'exploitation.

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, l'AGO du 02/06/2011 a décidé de ne pas distribuer cette année de dividendes. En revanche, l'AGE tenue le même jour a 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. Cette décision permettra au groupe d'alléger sa trésorerie pour d'éventuelles dépenses concernant la rénovation des magasins saccagés.

Les investissements consolidés engagés durant l'exercice 2010 se sont élevés à 25MD dont 19MD pour les constructions et les aménagements et le reste 6MD pour les acquisitions de terrains. Ces investissements ont été financés aussi bien sur les fonds propres du groupe que par contraction de crédits bancaires à moyen terme pour 20MD.

L'année 2011 :

Concernant les récents événements de janvier 2011, des dégâts importants ont été enregistrés au niveau de 13 magasins dont 4 incendiés. D'après le management, tous les magasins détruits ont été ré ouverts à l'exception de 2 qui ouvriront leurs portes avant fin juin 2011.

Le montant des dégâts matériels (équipements et marchandises) enregistrés au niveau de la société mère et de ses filiales, serait de l'ordre de 10MD nets

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires consolidé	322,8	385,9	421,5
<i>Evolution</i>	<i>36,2%</i>	<i>19,6%</i>	<i>9,2%</i>
Marge Brute	57,7	66,0	73,0
<i>Marge brute</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,3%</i>
EBITDA	31,0	34,3	36,4
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>9,6%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,6%</i>
Résultat d'exploitation	21,3	20,9	18,4
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,4%</i>
Bénéfice net	15,9	15,4	11,6
<i>Marge nette</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,7%</i>
Intérêts des minoritaires	0,15	0,10	0,09
Bénéfice net part groupe	15,7	15,3	11,5

(en MD)	1 ^{er} trimestre		Variation
	2010	2011	
Chiffre d'affaires	97,8	71,8	-26,6%
Charges de	5,1%	7,9%	+280 pb
Nombre de points de	70	70	-

d'assurance : Le groupe étant couvert à hauteur de 50% contre le risque d'émeutes et à 25% contre le risque d'incendie et saccages. Tous ces dégâts seront supportés en totalité par l'exercice 2011.

Ces débordements ont impacté négativement le chiffre d'affaires de la société MONOPRIX qui est passé de 97,8MD au 1^{er} trimestre 2010 à 71,8MD au 1^{er} trimestre 2011, soit une baisse de 26,6%.

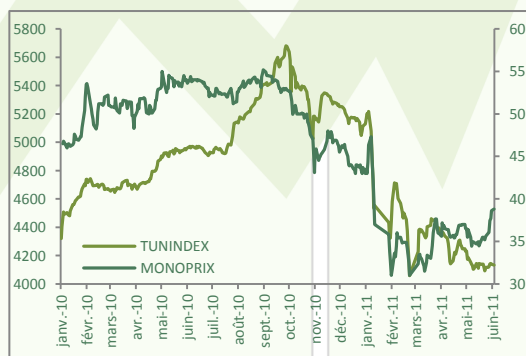
Pour l'année 2011, les perspectives de développement annoncées par le groupe semblent compromises et ce malgré la reprise en activité de plusieurs points de vente. Cependant, le management du groupe reste confiant et espère réaliser un chiffre d'affaires très comparable avec celui de l'année écoulée et un résultat net largement bénéficiaire. De plus, le management a promis de publier un business plan durant le quatrième trimestre de l'année et qui tiendra compte du programme de développement du groupe.

Concernant les années 2012 et 2013, les perspectives sont prometteuses avec un programme d'ouverture de nouveaux points de vente surtout à l'intérieur du pays. Le groupe poursuivra son programme de partenariat avec la BFPME visant à encourager les jeunes diplômés à ouvrir leurs propres magasins sous l'enseigne MONOPRIX

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre MONOPRIX a été sanctionné par le marché (-4,3%) ce qui ramène sa valorisation à 21,9 fois les bénéfices de 2010.

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 surtout après la publication du business plan du groupe.

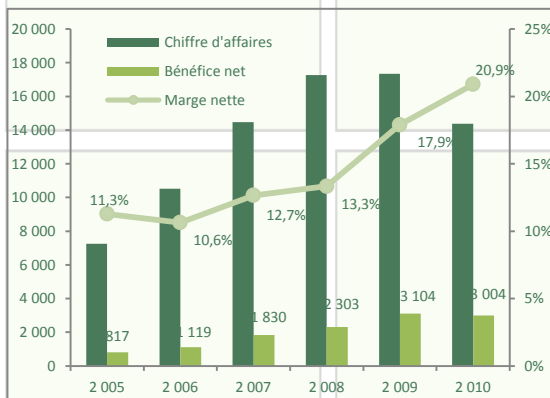




Promotion Immobilière

ESSOUKNA : Renforcer

Actionnariat	
SIMPAP (69,63%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	3 006 250
Capitalisation boursière (MD)	19
Cours	
Clôture	6,300
31/12/2010	6,210
Variation	
Début 2011	5,96%
Année 2010	13,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	3,1
Bénéfice 2010	3
Capitaux propres	20,3
Dividende	
Montant	0,280
Div Yield	4,4%
Valorisation	
PE 2009	6,1
PE 2010	6,3
P/BV	0,9



(MD)	2 011	2 012	2 013
Chiffre d'affaires	18,0	20,7	24,5
Evolution	25,2%	15,0%	18,4%
Bénéfice net	2,7	3,1	3,6
Evolution	-10,1%	14,8%	16,1%

L'année 2010 :

C'est la première fois en l'espace de 5 ans que la société ESSOUKNA a vu ses principaux indicateurs baisser. En 2010, la société a enregistré une baisse de son chiffre d'affaires de 17% à 14,4MD et son bénéfice net a régressé de 3,2% seulement à 3MD. La baisse de l'activité est imputable essentiellement aux différents retards enregistrés au niveau de certains projets.

Sur un autre plan et dans le cadre de la politique de la société visant la consolidation des réserves financières, un terrain à Kairouan a été acquis pour une valeur de 507MD. Des promesses d'achat ont été signées pour l'acquisition de trois lots de terrains à Boumhel pour la construction de logements de type économique.

Par ailleurs et en termes de charges, la société a affiché durant ces dernières années un gain de productivité et a réalisé des économies conséquentes surtout au niveau des coûts des projets. La marge brute s'est appréciée de 1,7 points à 35% et l'EBE représente désormais 26% du chiffre d'affaires de la société. Ce gain de productivité a permis à la société de limiter la baisse du résultat net de 3,2% seulement à 3MD.

La structure financière de la société traduit un recours significatif à l'endettement bancaire qui lui permet de financer ses projets. En 2010, la dette nette a augmenté de 30,3% à 10,6MD mais la société affiche tout de même un niveau d'endettement appréciable (Gearing de 50%).

L'année 2011 :

Durant les quatre premiers mois de l'année en cours et malgré le contexte politico-économique qui prévaut actuellement dans le pays, le chiffre d'affaires de la société a accusé un repli de 5,3% seulement pour s'établir à 3,7MD. Le mois d'avril à lui seul a enregistré un saut de 89,6%, ce qui a permis de rattraper le retard du premier trimestre (-53,1%).

Pour l'année 2011 dans son ensemble, le management reste confiant quant à l'aptitude de la société à réaliser ses objectifs, à savoir 18MD de chiffre d'affaires et 2,7MD de bénéfice net.

En ce qui concerne les perspectives de la société, et compte tenu du stock actuel de terrains à bâtir, de travaux en cours et de travaux terminés, le management prévoit de réaliser un bénéfice net moyen de 3,1MD pour un chiffre d'affaires annuel moyen de 21MD sur les 3 prochains exercices.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre d'ESSOUKNA n'a pas été sanctionné par la tendance baissière de la bourse puisqu'il est parmi les rares titres où le cours a progressé depuis le début de l'année (+5,9%).

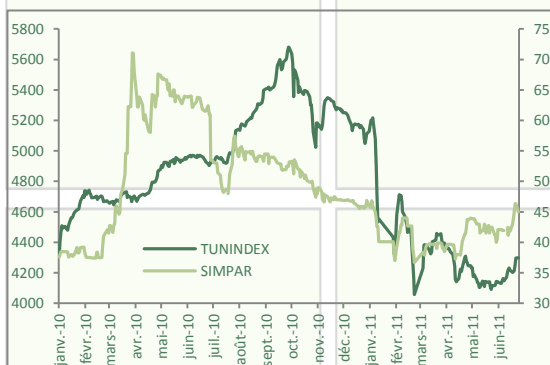
Actuellement, il se traite à 6,1 fois les bénéfices de 2010 : un niveau que nous jugeons très alléchant par rapport au secteur et à l'ensemble du marché (15,7). De plus, il se valorise à moins que sa valeur comptable et il offre un rendement de 4,4%, soit plus que l'ensemble du marché (2,8%).

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

SIMPAR : Renforcer

Principaux actionnaires	
BNA (30%)	
Zied (11, 8%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	800 000
Capitalisation boursière (MD)	36
Cours	
Clôture	44,500
31/12/2010	46,890
Variation	
Début 2011	--5,10%
Année 2010	49,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	3
Bénéfice 2010	2,9
Capitaux propres	29,5
Dividende	
Montant	1,500
Div Yield	4,4%
Valorisation	
PE 2009	6,4
PE 2010	6,0
P/BV	0,6

(mD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	56 715	61 874	55 293
Résultat d'exploitation	13 434	13 457	12 498
Résultat net consolidé	5 952	6 926	7 517
Résultat net (Part du Groupe)	4 784	5 652	5 997
Marge nette	10,5%	11,2%	13,6%
ROE	13,2%	13,6%	13,2%

**L'année 2010 :**

Durant l'année 2010, la société mère du groupe SIMPAR a affiché une baisse de son chiffre d'affaires 22,6% pour s'établir à 16MD. En effet, l'activité de la promotion immobilière se caractérise par un cycle de production très long (entre 3 et 5 ans).

Comme chaque année, la société consolide son stock foncier avec l'acquisition de deux lots de terrains d'une superficie totale de 18 576m² (Jardins d'El Menzah et Chotrana I). A fin décembre 2010, la société dispose de 11 terrains d'une superficie globale de 46 688m² permettant la construction 63 000m² de plancher qui permettront de garantir le chiffre d'affaires de 3 exercices. La société déploiera les efforts nécessaires visant l'acquisition de nouveaux lots de terrains.

A fin décembre 2010, 6 projets sont en cours de construction avec un chiffre d'affaires prévisionnel de 73,8MD pour les deux prochaines années.

Durant l'année 2010, la société mère du groupe SIMPAR a affiché une baisse de son chiffre d'affaires de 22,6% pour s'établir à 16MD. En effet, l'activité de la promotion immobilière se caractérise par un cycle de production très long (entre 3 et 5 ans).

En matière de gestion des participations, les revenus ont affiché une progression de 6% à 997mD. Le portefeuille quant à lui, a enregistré une baisse de 292,8mD à 8,2MD suite à la diminution du capital de la société agricole IFRIKIA (en cours de liquidation).

La SIMPAR a clôturé l'année 2010 avec un résultat net de 2,8MD en repli de 22,6%.

En terme consolidé, le groupe SIMPAR affiche un chiffre d'affaires de 55,3MD (-10,6%) et un bénéfice net de 1,5MD en hausse de 8,5% à 7,5MD : une hausse qui a été boostée par les reprises sur provisions relatives aux titres de participations.

L'année 2011 :

Durant le premier trimestre de l'année en cours et malgré la situation économique qui prévaut dans le pays, la société mère a enregistré une croissance de son chiffre d'affaires de 7,5% à 3,5MD.

Pour l'année 2011 dans son ensemble, le management prévoit un chiffre d'affaires de 16MD et des produits de participations de l'ordre de 900mD.

Durant les 5 prochaines années, l'activité de promotion immobilière dégagera un chiffre d'affaires annuel moyen de 21MD et le bénéfice annuel moyen serait de l'ordre de 2MD.

Aspect boursier :

Sur la bourse, le titre SIMPAR a été parmi les gros gagnants de l'année 2010 puisqu'il a performé de plus de 49%. Néanmoins, depuis le début de l'année 2011 et malgré la tendance générale de la bourse, le titre n'a perdu que 5,1% de sa valeur. Il est valorisé à 5,9 fois les bénéfices de 2010. Actuellement, il se traite à 44,500D, moins que sa valeur comptable nette qui recèle un important gisement de plus-values latentes sur son stock foncier. Compte tenu de cette valorisation alléchante, des fondamentaux solides et d'une rentabilité satisfaisante dans un marché en forte concurrence, nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre.

SITS : Conserver

Principaux actionnaires	
STUSID BANK (22,8%)	
Société Immobilière Alsaydenne (13,3%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	13 000 000
Capitalisation boursière (MD)	41
Cours	
Clôture	3,190
31/12/2010	3,280
Variation	
Début 2011	-2,74%
Année 2010	-3,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	2,8
Bénéfice 2010	3,0
Capitaux propres	29,5
Dividende	
Montant	0,150
Div Yield	4,7%
Valorisation	
PE 2009	13,9
PE 2010	14,1
P/BV	1,4

(en mD)	2 008	2 009	2 010
Chiffre d'affaires	13 545	15 579	20 835
Résultat d'exploitation	852	3 884	3 787
Résultat net	725	2 979	2 937
Marge nette	5,4%	19,1%	14,1%

(MD)	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires	15	23	24
RBE	4,2	5,6	5,7

Durant les cinq dernières années, le groupe SITS n'a cessé d'afficher des progressions importantes. La stratégie adoptée par le management qui consistait à engager plusieurs projets simultanément afin de garantir le chiffre d'affaires commence à donner ses fruits. En effet, les revenus du groupe sont passés de 13,5MD en 2008 à 20,8MD en 2010. Le bénéfice net quant à lui, il est passé de 0,7MD en 2008 à 2,8MD en 2010.

Rappelons que le groupe SITS est composé de la société mère SITS ainsi que deux autres filiales :

- International City Center « ICC » créée en 1991 et ayant un capital de 10MD détenu à hauteur de 70% par la société mère SITS.
- Société arabe « Taamir » créée en 2007 au capital de 8,3MD détenu à concurrence de 98,8% par ICC.

Les deux sociétés exercent elles aussi dans le secteur de la promotion immobilière.

L'année 2010 :

Durant l'année 2010, les revenus du groupe ont affiché une progression de 33,7% à 20,8MD. Les ventes relatives au projet du Centre Urbain Nord accaparent elles seules plus de 70% des revenus du groupe.

Le bénéfice net se situe à 2,9MD dégageant ainsi une marge nette de 14% et une rentabilité des fonds propres de 10%.

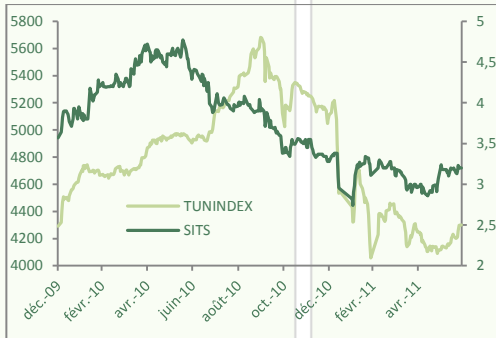
Cette dernière s'est nettement appréciée ces dernières années grâce à un important recours au levier financier. La société affiche un gearing de 92% alors qu'il était négatif en 2005. La société a eu recours de plus en plus à l'endettement bancaire pour financer ses projets.

En 2010, la société ICC a fait l'objet d'un redressement fiscal couvrant la période 2005-2008 pour un montant de 1,8MD. Le montant en question a été contesté et aucune notification de la part de l'administration fiscale n'est parvenue et aucune provision n'a été constatée jusqu'à ce jour. Le management du groupe SITS dit qu'il est en pourparlers avec l'administration fiscale et que ce montant peut être réduit à 25% du montant initial.

L'année 2011 :

Durant les trois premiers mois de 2011 et suite aux dernières perturbations qu'a connues le pays, le chiffre d'affaires de la société mère a baissé de presque la moitié à 931mD. De plus, les promesses de vente ont-elles aussi régressé de 11,5MD sur la même période. Ces éléments sont la résultante d'une période d'inactivité, que ce soit commerciale ou d'exploitation, qu'à vécu la société à cause des tumultes de la révolution du 14 Janvier 2011. Néanmoins, le management affirme que la reprise s'est déclenchée et que le deuxième trimestre de l'année a enregistré une hausse de 40% des promesses de vente par rapport au même trimestre de l'année précédente.

Les prévisions du management pour les trois prochaines années font état d'une croissance stable dans les projets et dans les résultats. Par ailleurs, le management de la société a affirmé qu'il y avait des problèmes qui ralentissaient l'activité de la société qui sont actuellement résolus et que l'ICC a des terrains au centre urbain nord qui renferment une importante plus-value et



qui vont engendrer d'importants revenus pour la société sur les trois prochaines années.

Aspect boursier :

Le titre SITS affiche un PE de 14,1 fois le bénéfice net de 2010 et un P/BV de 1,4 : des niveaux en surcote par rapport à ses paires cotées. Depuis le début de l'année 2011, le titre n'a perdu que 2,7% de sa valeur. Compte tenu de cette valorisation jugée chère par rapport au secteur, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.



Technologie

Telnet Holding : Conserver

Actionnariat	
Mohamed FRIKHA (56,15%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	11 028 000
Capitalisation boursière (MD)	93
Cours	
Clôture	8,400
Prix d'introduction	5,800
Variation	
Début 2011	44,8%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	2,4
Bénéfice 2010	3,3
Capitaux propres	20,1
Dividende	
Montant	0,000
Div Yield	0,0%
Valorisation	
PE 2009	38,3
PE 2010	28,4
P/BV	4,6

(en mD)	2008	2009	2010
Pôle R&D en ingénierie	13	17	22
<i>Evolution</i>	24,4%	29,4	28,6
Télécoms et intégration	2 673	4 506	5 771
<i>Evolution</i>	30,3%	68,6	28,1
Services PLM	843	1 187	1 174
<i>Evolution</i>	150,9	40,8	-1,1%
Produits d'exploitation	16	22	29
<i>Evolution</i>	28,6%	36,2	27,0

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	16,6	22,6	29,0
Marge Brute	14,8	19,8	25,7
<i>Taux de Marge brute</i>	88,7%	87,2%	88,7%
EBITDA	2,7	3,8	5,6
<i>Marge d'EBITDA</i>	16,3%	17,0%	19,4%
Résultat d'exploitation	2,1	2,9	4,1
<i>Marge opérationnelle</i>	12,6%	12,7%	14,2%
Bénéfice net consolidé	1,9	2,4	3,3
Part intérêts minoritaires	0,13	0,18	0,06
Bénéfice net part du	1,8	2,2	3,2
<i>Marge nette</i>	10,8%	9,9%	11,0%

L'année 2010 :

L'activité du groupe Telnet Holding a affiché un taux de croissance annuel de 27% passant de 22,9MD en 2009 à 29MD en 2010. Ce chiffre d'affaires réalisé durant l'année écoulée, certes ressort en ligne avec ce qui a été projeté lors de l'introduction en bourse du groupe au mois d'avril 2011, mais il est bon de rappeler que le business plan publié ne tenait pas compte des activités de Telnet Electronics et ATC. Ces dites activités ont dégagé en 2010 des revenus cumulés de 0,9MD. Leur quote-part au niveau du groupe est de l'ordre de 443mD.

Le pôle R&D en ingénierie produit, cœur du métier de Telnet Holding, demeure toujours le vecteur de croissance puisqu'il représente à lui seul plus de 76% des revenus du groupe en 2010 et a enregistré une croissance soutenue de 28,6%. Le deuxième métier de Telnet Holding à savoir Télécoms et intégration affiche des revenus de 5,8MD en 2010 avec une progression de 28,1% par rapport à 2009. Ce pôle qui ne représentait que 15,7% de l'activité totale du groupe en 2007 a atteint une proportion de 20% en 2010, profitant du boom du secteur des télécommunications depuis le début du millénaire.

Le groupe Telnet Holding affiche des niveaux de rentabilité stables et satisfaisants. A l'instar de ses pairs le ratio charges de personnel sur chiffre d'affaires est passé 43% en 2009 à 44% en 2010. Cette hausse est attribuable essentiellement à la progression du volume d'affaires qui nécessite le recrutement d'ingénieurs hautement qualifiés pour opérer dans des activités très pointues d'une part et la nécessité d'octroyer au personnel plus particulièrement des salaires et des intéressements importants pour les garder au sein du groupe d'autre part. En 2010, l'effectif du groupe a connu une évolution de 59 personnes et la masse salariale a progressé de 30%.

La marge d'EBITDA s'est appréciée de 240p.b à 19,4%. Par contre la marge nette est restée quasiment stable à 11%. Ceci témoigne d'une bonne maîtrise des charges d'exploitation malgré une hausse des frais de personnel.

Telnet Holding vise atteindre à moyen terme des niveaux de marge largement supérieurs aux chiffres historiques du groupe. Un objectif que nous estimons un peu ambitieux à moyen terme surtout au vu du paysage socio-économique Tunisien actuel où une réévaluation des salaires est attendue. De plus, la pénurie d'ingénieurs hautement qualifiés sur le marché Tunisien dont le groupe aura besoin (estimés à 500 ingénieurs supplémentaires d'ici 2014) pour le développement de son activité ne fera que renchérir les revendications salariales.

En 2010 et suite à l'investissement réalisé pour la construction du nouveau siège sis aux berges du lac financé essentiellement par des crédits à court terme, le gearing est passé ponctuellement à 6,4% (alors qu'il était de -1,5% en 2009 et -14,5% en 2008) mais le niveau de cash que dégage le groupe lui permet de revenir à son niveau historique. Cette situation a permis à Telnet Holding de dégager un bénéfice net part du groupe de 3,2MD en 2010 contre 2,2MD en 2009, soit un taux de croissance de 34,6%. Le groupe affiche une rentabilité financière acceptable et très confortable de 16,2%.

(en mD)	1 ^{er} trimestre		Variation
	2010	2011	
Pôle R&D en ingénierie produit	4 670	5 473	17,2%
Télécoms et intégration réseaux	855	657	-23,1%
Services PLM	372	98	-73,6%
Chiffre d'affaires	5 897	6 229	5,6%

	2 011	2 012	2 013	2 014
Chiffre d'affaires	33,6	40,0	47,6	56,1
Marge Brute	30,3	36,3	43,4	51,3
Taux de marge Brute	90,1%	90,7%	91,2%	91,5%
EBITDA	6,4	8,4	10,5	12,2
Marge d'EBITDA	19,0%	20,9%	22,1%	21,8%
Résultat d'exploitation	4,7	6,6	8,7	10,7
Marge opérationnelle	14,1%	16,6%	18,3%	19,0%
Résultat net consolidé	3,5	5,5	7,4	9,3
Part des minoritaires	0,3	0,3	0,4	0,4
Résultat net Part du groupe	3,1	5,1	7,0	8,9
Marge nette	10,3%	13,6%	15,6%	16,6%

L'année 2011 :

Les trois premiers mois de 2011 se sont caractérisés par une hausse timide du chiffre d'affaires du groupe Telnet de 5,6% à 6,2MD par rapport à la même période en 2010. Une hausse qui s'explique par une régression des ventes au niveau de deux pôles :

- Télécoms et intégrations réseaux de 23,1% suite à l'achèvement d'un important marché avec Tunisie Télécom ;
- Services PLM de 73,6% dont l'activité est réalisée localement, a été affectée par la conjoncture actuelle en Tunisie.

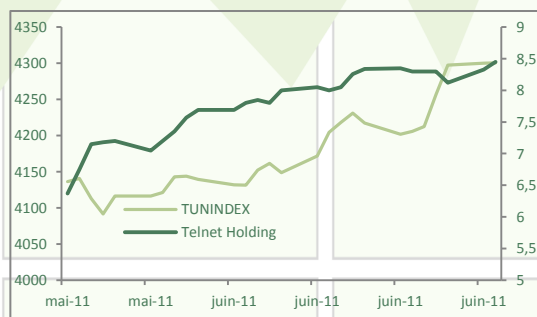
De plus, le groupe Telnet vient d'ouvrir deux nouvelles représentations pour promouvoir les produits du groupe : une aux USA et l'autre en Allemagne.

Pour 2011, le groupe compte réaliser un chiffre d'affaires de 33,6MD (+15,5%) et un bénéfice net part du groupe de 3,1MD.

Rappelons que le business plan du groupe (publié lors de l'introduction en bourse) prévoyait un taux de croissance annuel du chiffre d'affaires de 18% pour s'établir à 56,1MD à fin 2014 contre 29MD en 2010. Le bénéfice net quant à lui s'établissait à 9,3MD à l'horizon 2014, soit un taux de croissance annuel moyen de 31,3%. Ces prévisions nous semblent très accessibles surtout qu'elles se basent sur des contrats fermes renouvelables par tacite reconduction.

Aspect boursier :

Sur le volet boursier, depuis son introduction le 23 mai 2011 le titre Telnet a enregistré une hausse de plus de 40%. Ceci témoigne de l'intérêt que suscite le groupe auprès des investisseurs de la place de Tunis. Le titre affiche un PE de 28,4 fois les bénéfices de 2010 et 27 fois ceux estimés pour l'année en cours : un niveau en surcote par rapport à l'ensemble du marché mais qui demeure acceptable au vue du potentiel de croissance du groupe. Malgré les fondamentaux très solides (structure financière saine et rentabilité confortable) et la forte croissance de l'activité, nous recommandons de **conserver votre position.**





Télécommunications

SERVICOM : Renforcer

Actionnariat	
ATD Sicar (17,33%)	
Majdi ZARKOUNA (15,63%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	2 358 000
Capitalisation boursière (MD)	18
Cours	
Clôture	7,620
31/12/2010	7,900
Variation	
Début 2011	-3,5%
Année 2010	136,5%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	0,4
Bénéfice 2010	1,6
Capitaux propres	5,4
Dividende	
Montant	0,000
Div Yield	0,0%
Valorisation	
PE 2009	42,8
PE 2010	11,1
P/BV	2,6

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	11,7	17,3	23,0
Evolution	33,1%	47,4%	32,8%
Marge Brute	3,9	6,5	8,2
Taux de marge brute	32,9%	37,7%	35,6%
EBITDA	1,5	3,3	5,4
Marge d'EBITDA	12,6%	19,3%	23,4%
Résultat d'exploitation	0,06	1,02	2,48
Marge opérationnelle	0,5%	5,9%	10,8%
Bénéfice net	-0,24	0,42	1,62
Marge nette	-2,0%	2,4%	7,0%
Bénéfice net Part du groupe	-0,31	-0,01	1,24
Part des minoritaires	0,07	0,43	0,38

L'année 2010 :

L'activité du Groupe SERVICOM a connu une croissance soutenue par une contribution confirmée des différentes filiales du groupe.

Le chiffre d'affaires consolidé s'inscrit en progression de 32,8% par rapport à l'année 2009 s'établissant à 23MD. Cette progression est essentiellement attribuable à la bonne performance enregistrée au niveau des deux filiales SERVITRADE (+50,8%) et SERVITRA (+12,1%) d'une part et l'entrée en exploitation de la filiale Libyenne ALSHOUROUK (Représentant exclusif de HITACHI en Chauffage & climatisation) avec un chiffre d'affaires de 1,4MD.

Par ailleurs et à périmètre constant (SERVICOM, SERVITRA et SERVITRADE), les produits d'exploitation consolidés ont atteint 21,8MD soit 87% de ce qui a été prévu lors de l'introduction en bourse du groupe en 2007. Par contre, le résultat net part du groupe s'élève à 950mD conforme à ce qui a été annoncé dans le business plan (975mD) suite à une bonne maîtrise des charges d'exploitation.

La progression de l'activité du groupe s'est accompagnée par une détérioration du taux de la marge brute de 210 p.b à 35,6% due à une hausse des achats consommés plus prononcée que les revenus. Par contre, la marge d'EBE et la marge opérationnelle se sont améliorées respectivement de 410 p.b à 23,4% et de 490pb à 10,8%. Ceci se reflète ainsi par la nouvelle stratégie de développement adoptée par le Groupe SERVICOM et qui consiste à se focaliser principalement sur les secteurs à plus forte valeur ajoutée et le recours à la sous-traitance pour les activités les moins rentables.

Le résultat net consolidé ressort à 1,62MD contre 0,42MD en 2009. Le résultat net part du groupe passe à 1,24MD contre un déficit de 10,5mD en 2009 et ce suite au rachat par SERVICOM de la partie du capital de la société SERVITRADE détenue par les SICARS.

Les investissements du groupe sont de 306,8mD contre 1 386,6mD en 2009. La diminution remarquable des investissements dans les trois secteurs est expliquée par, d'une part le commencement de la convergence des activités d'une part et l'appel croissant à la sous-traitance surtout dans les secteurs des télécommunications et des travaux publics d'autre part.

L'endettement du groupe s'est nettement amélioré depuis son introduction. Le gearing du groupe est passé de 177% en 2008 à 82% en 2010 grâce notamment à l'amélioration importante des conditions de banques pour les engagements par signatures et crédits court terme pour toutes les sociétés du groupe.

En 2010, une nouvelle société a été créée, SERVICOM IT, spécialisée dans la navigation et la géolocalisation. Le financement de ce projet a été réalisé grâce au réinvestissement exonéré des bénéfices de SERVITRA et SERVITRADE pour un montant de 154MD. Par ailleurs, la filiale SERVITRADE, qui est le représentant de « HITACHI Chauffage & Climatisation » en Tunisie, a démarré une nouvelle activité à savoir la commercialisation et l'installation des

(mD)	2010	2011p
Produits d'exploitation	23 397	28 650
SERVICOM	4 073	5 000
SERVITRA	10 236	12 000
SERVITRADE	7 459	10 000
SERVIPRINT	306	350
ALCHOUROUK	1 323	0
SERVICOM IT	0	300
SERVIRAMA	0	1 000
Autres produits d'exploitation	17	0
Charges d'exploitation dont	20 511	26 497
Charges de personnel	2 545	2 314
Autres charges d'exploitation	2 660	3 000
Résultat d'exploitation	2 903	2 153
Marge d'exploitation	12,4%	7,5%
Charges financières	944	880
Produits financiers	9	0
Résultat net	1 619	1 273
Marge nette	6,9%	4,4%

ascenseurs avec des ventes de 200mD en 2010. De plus, SERVITRADE a inauguré le premier centre de formation professionnelle en climatisation agréé HITACHI et ce pour fidéliser ses partenaires et notamment les installateurs, les grands comptes et les bureaux d'études.

An niveau de la filiale SERVITRA, une augmentation du capital social de 1,56MD a été réalisée réservée exclusivement à SERVICOM.

L'année 2011 :

Le chiffre d'affaires consolidé du groupe SERVICOM durant le 1^{er} trimestre 2011 a progressé de 7% par rapport à la même période en 2010 en passant de 4,18MD à 4,47MD. Cette croissance provient de l'augmentation des volumes d'affaires dans les secteurs de télécommunications et de climatisations réalisant respectivement une évolution de 21% et 36%. Par ailleurs, le résultat d'exploitation sur les 3 premiers mois de 2011 s'établit à 204mD soit en régression de 30% par rapport au 31/03/2010. Cette régression provient essentiellement des activités de télécommunications et de travaux publics qui ont connu une interruption de certains chantiers suite aux événements de janvier et février 2011.

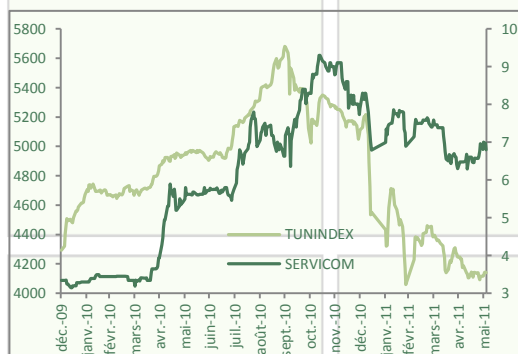
Concernant la filiale ALCHOUROUK implantée en Lybie et vu la situation du pays, la société est en arrêt d'activité depuis le mois de février 2011. La société n'a pas subi de pertes sensibles au niveau de son actif composé essentiellement d'un outillage industriel et du matériel de transport d'une valeur totale de 75mD.

Dans le cadre de sa politique de développement à l'international, le groupe SERVICOM a créé une nouvelle filiale marocaine qui va s'attaquer au marché du chauffage et de la climatisation du royaume en y introduisant la carte HITACHI. SERVIRAMA dont le capital de démarrage est de 5 MDH (850mD) devrait à terme répliquer au Maroc tous les métiers couverts par sa maison mère.

Pour 2011, le management reste confiant sur les bonnes perspectives du groupe et prévoit de réaliser un chiffre d'affaires consolidé de 28,65MD et un résultat d'exploitation de 2,15MD.

Aspect boursier :

Depuis le début de l'année 2011, le titre SERVICOM a perdu 3,5% de sa valeur. Avec cette baisse, le titre affiche désormais des niveaux de valorisation en décote par rapport à l'ensemble du marché PE 11,1 fois ses bénéfices de 2010. Compte tenu du fort potentiel de croissance de l'activité du groupe notamment par son implantation au Maroc et dans la perspectives d'une amélioration de la situation au niveau régional (Tunisie et Libye), nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre.



SOTETEL : Conserver

Actionnariat	
Tunisie Télécom (35%)	
El Atheer Funds (7,47%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	2 318 400
Capitalisation boursière (MD)	32
Cours	
Clôture	14,000
31/12/2010	18,490
Variation	
Début 2011	-24,3%
Année 2010	20,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	0,7
Bénéfice 2010	1,5
Capitaux propres	28,9
Dividende	
Montant	0,400
Div Yield	2,9%
Valorisation	
PE 2009	44,2
PE 2010	21,0
P/BV	1,2

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	38,4	31,5	39,6
Marge Commerciale	16,4	12,5	15,6
Taux de marge commerciale	42,9%	39,6%	39,4%
Valeur Ajoutée	14,2	10,0	13,3
E.B.E	-3,6	-0,6	2,9
EBE/VA	-25,1%	-6,1%	22,0%
Résultat d'exploitation	-3,7	-1,1	1,5
Marge opérationnelle	-9,6%	-3,5%	3,8%
Bénéfice net	-3,5	0,7	1,5
Marge nette	-9,0%	2,3%	3,9%

(en mD)	1 ^{er} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	Var
Solutions d'Entreprises	880	696	-20,9%
Réseaux	7 292	6 310	-13,5%
- Backbone et FTTH	3 170	4 391	38,5%
- Core	625	496	-20,6%
- Wireless	1 440	738	-48,8%
- RA Cuivre	2 057	685	-66,7%
Chiffre d'affaires	8 172	7 006	-14,3%

L'année 2010 :

L'année 2010 a été marquée par un rebond du chiffre d'affaires de 25,8% à 39,6MD contre 31,5MD en 2009. L'activité a été dopée par les ventes de solutions d'entreprises qui ont quasiment doublé à 8,2MD par rapport à 2009 et les réalisations de la branche Backbone & FTTH (connectivités fibres optiques) de +45% à 17,9MD. Cette performance est le fruit des nouvelles orientations stratégiques mises en place par le management en 2009 et qui consistent au recentrage sur la branche Transmissions (Backbone & FTTH) considérée comme une niche à forte valeur ajoutée, et le repositionnement en tant qu'intégrateur de solutions et de technologies.

Par ailleurs, le programme d'assainissement et de restructuration entamé depuis quelques années commence à porter ses fruits. La marge commerciale est restée stable à 39,4% malgré la forte progression de l'activité. Le résultat d'exploitation vire au vert à 1,5MD alors qu'il était déficitaire de 1,1MD en 2009. Quant au résultat net, il a plus que doublé à 1,5MD contre 0,7MD en 2009. Notons que le résultat net de 2009 a été boosté par des éléments exceptionnels non récurrents à l'activité principale de la société (gain fiscal et vente de voitures).

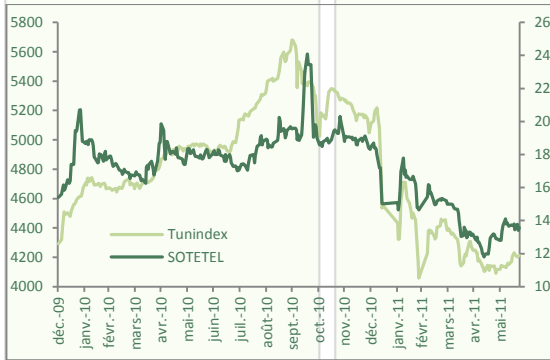
Il est important de rappeler que la société souffre toujours d'un compte clients considérable qui représente plus que les deux tiers du chiffre d'affaires de la société. Le management a promis d'accélérer l'apurement de ce compte.

L'année 2011 :

Les réalisations de la SOTETEL au 1^{er} trimestre 2011 affichent un chiffre d'affaires de 7MD en baisse de 14,3% par rapport à la même période en 2010 qui s'explique par l'interruption de nombreux chantiers au cours des mois de janvier et février suite à la révolution du 14 janvier 2011. En outre, la grève qui a touché Tunisie Télécom principal client de la SOTETEL a impacté négativement la facturation de certains chantiers. Toutefois, l'activité transmissions tire son épingle et enregistre un bond de 38,5% à 4,4MD contre 3,2MD au 1^{er} trimestre 2010.

Ainsi, la SOTETEL clôture les 3 premiers mois de 2011 avec un résultat d'exploitation négatif de 58mD et un déficit de 65mD contre un bénéfice de 561mD à la même période de 2010.

Pour l'année 2011 dans son ensemble, le management de la société a prévu initialement réaliser un chiffre d'affaires de 43,3MD mais en raison de la grève observée par les salariés de Tunisie Télécom pendant plus d'un mois et du ralentissement de l'activité économique nationale, ce chiffre semble difficilement réalisable mais nous pensons que la SOTETEL pourra au moins réaliser un chiffre d'affaires aux alentours de 35MD. Il faut signaler que la société dispose déjà d'un carnet de commandes fermes de 20MD.



Aspect boursier :

Sur le plan boursier, le titre SOTETEL a perdu 24,3% depuis le début de l'année 2011 et affiche un PE 21 fois le bénéfice de 2010, largement en surcote par rapport au marché. La société évolue dans un secteur dynamique et en constante évolution qui exige des investissements substantiels en formation et en capital humain d'une part et en solution à la pointe de la technologie d'autre part. Nous maintenons notre recommandation de **conserver votre position** sur le titre en attendant la stratégie que va adopter le nouveau management de Tunisie Télécom, principal actionnaire de SOTETEL, vis-à-vis de sa filiale.



Autres services

SOTRAPIL : Conserver

Actionnariat	
STIR (34,03%)	
Groupe DRISS (21,23%)	
ETAP (18,28%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	3 271 840
Capitalisation boursière (MD)	37
Cours	
Clôture	11,300
31/12/2010	11,500
Variation	
Début 2011	-1,7%
Année 2010	10,7%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	1,4
Bénéfice 2010	1,3
Capitaux propres	25,9
Dividende	
Montant	0,400
Div Yield	3,5%
Valorisation	
PE 2009	26,9
PE 2010	29,1
P/BV	1,4

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	7,0	7,7	9,2
EBITDA	3,9	3,8	5,9
Marge d'EBITDA	56,0%	48,5%	63,5%
Résultat d'exploitation	1,1	1,8	2,5
Marge opérationnelle	16,2%	23,5%	26,5%
Bénéfice net	0,4	1,4	1,3
Marge nette	5,4%	17,7%	13,7%

	1 ^{er} trimestre		Var
	2010	2011	
Quantités transportées en M ³	330 891	327 657	-0,98%
Revenus de Transport (en MD)	1,9	2,0	2,4%

L'année 2010 :

En 2010, les revenus de transport ont progressé de 19,5% pour s'établir à 9,2MD grâce à la progression du chiffre d'affaires réalisée par l'ensemble des moyens de transport à savoir Pipeline (+20,1%), Conduites banales (+11,1%) et Pipe jet (+18,6%). Cette croissance a été rendue possible suite à la révision à la hausse des prix de transport de 10% d'une part et à l'augmentation des quantités transportées de 11,38% d'autre part.

Du côté des marges, la marge d'EBITDA s'est appréciée de 15 points à 63,5%, ce qui dénote une bonne maîtrise des charges d'exploitation. De même, la marge opérationnelle s'est améliorée de 3 points à 26,5%, et ce en dépit de la comptabilisation d'une dotation aux provisions au titre du reliquat des études d'ingénierie relative au projet de construction du pipeline Skhira-Sahel d'un montant de 1,5MD.

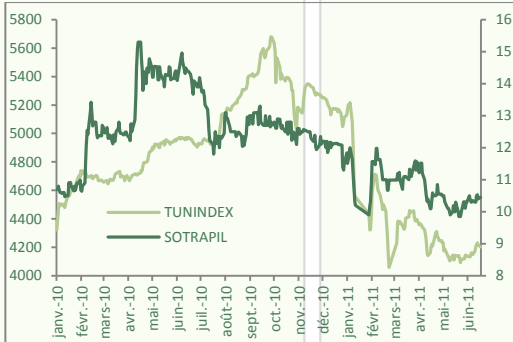
Ainsi, le résultat d'exploitation de la société a progressé de 635,1MD. Quant au résultat net, il s'est contracté de 7,6% à 1,3MD par rapport à 2009, année durant laquelle la société a bénéficié d'une reprise sur provision de crédit de TVA de 1,2MD d'une part et de cession d'immobilisation de 178MD.

L'année 2011 :

Au 1^{er} trimestre 2011, les quantités transportées se sont établies à 327 657m³ contre 330 657m³ à la même période en 2010, soit une baisse de 0,98% qui s'explique par une réduction des quantités transportées à travers le pipeline Bizerte Rades de l'ordre de 2,74%. Par contre, le pipeline Jet Rades-Tunis Carthage a connu une progression de 39,35% des quantités transportées. Par ailleurs, grâce à l'augmentation des prix de 10% à partir de février 2010 le transporteur des hydrocarbures par pipeline a pu enregistrer une progression de son chiffre d'affaires de 2,4% à 2MD par rapport au 1^{er} trimestre 2010 et ce en dépit de la baisse de l'activité.

En 2011, on prévoit une progression du chiffre d'affaires de la SOTRAPIL à deux chiffres grâce notamment la révision à la hausse des tarifs du transport des hydrocarbures à travers le pipeline Bizerte Rades d'environ 4% (décidée à partir du mois d'Avril) d'une part et l'entrée en exploitation du nouveau pipe Jet qui assurera le transport du kérosène des entrepôts de la goulette à ceux de l'aéroport Tunis-Carthage de la société Total.

Depuis l'introduction du titre à la cote de la bourse, le management de la société ne cesse de rassurer ses actionnaires quant à l'avenir radieux de la société et des bonnes perspectives de croissance surtout après la réalisation du projet pipeline Skhira qui devra donner de l'élan à l'activité de la société. Un projet que le nouveau management issu de la révolution défend auprès des autorités de tutelle et essaye d'intégrer dans le cadre de la future stratégie du pays en matière d'approvisionnement et de distribution des hydrocarbures



Aspect boursier :

Sur le volet boursier, le titre se traite 29,1 fois ses bénéfices de 2010 en surcote par rapport à l'ensemble du marché et affiche un rendement sur dividende de 3,5%. Compte tenu du faible potentiel de croissance du titre et d'un éventuel retard ou du rejet de la part de l'autorité de tutelle pour la relance du projet Skhira, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'une meilleure visibilité sur les perspectives de croissance de l'entreprise.

STEQ : Vendre**Actionnariat**

Jamel Arem (56,97%)
Groupe Arem (37,22%)

Titres

Nominal	5
Nombre	1 400 000
Capitalisation boursière (MD)	14

Cours

Clôture	9,700
31/12/2010	11,750

Variation

Début 2011	-17,5%
Année 2010	-3,1%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	1,5
Bénéfice 2010	1,0
Capitaux propres	14,7

Dividende

Montant	0,500
Div Yield	5,2%

Valorisation

PE 2009	8,8
PE 2010	13,5
P/BV	0,9

L'année 2010 :

En 2010, le chiffre d'affaires de la STEQ est resté quasiment stable par rapport à l'année précédente aux alentours de 38,8MD. Une stagnation qui s'explique par la baisse des ventes à la société du groupe « MY CAR » (qui importera dorénavant ses marchandises directement) ainsi que de la hausse des ristournes accordées à certains clients. Le résultat d'exploitation s'est inscrit en baisse de 6,7% à 3,5MD.

Du côté des marges, la marge brute est restée pratiquement stable aux alentours de 20,2%. Par contre, la marge opérationnelle est passée de 9,6% à 8,9%, soit une baisse de 66 p.b attribuable à la stagnation de l'activité et à la progression des charges d'exploitation. Quant au résultat net, il s'est contracté de 35,2% à 1MD contre 1,5MD en 2009.

L'endettement de la société a fortement progressé de 6,1MD suite à la contraction de deux nouveaux emprunts courant 2010 portant la dette totale de la société de 12,9MD à 19MD en 2010. Ainsi, la STEQ affiche un gearing de 115,9% contre 76,3% en 2009. Les intérêts générés par cet endettement impacteront négativement le résultat net de la société au cours des prochaines années surtout si l'activité ne repart pas. Notons qu'au 31/12/2010, les charges d'intérêts bouffent presque 41,5% de l'Excédent Brut d'Exploitation.

L'année 2011 :

Au 1er trimestre 2011, le chiffre d'affaires de la STEQ s'est établi à 7,6MD en baisse de 19% par rapport à la même période de 2010. Cette contre-performance est essentiellement due au ralentissement de l'activité économique qu'a connu la Tunisie suite aux événements de janvier 2011 et les problèmes de sécurités dans différentes régions du pays.

Aspect boursier :

Sur le volet boursier, le titre affiche un PE de 13,5 fois ses bénéfices de 2010 et un rendement en dividende de 5,2% : un niveau très attrayant par rapport à l'ensemble du marché. Compte tenu d'une conjoncture économique difficile et d'une structure financière très fragile caractérisée par un très fort taux d'endettement, nous recommandons de **vendre votre position** sur le titre.

(en MD)	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	33,8	38,7	38,8
<i>Evolution</i>	<i>29,9%</i>	<i>14,4%</i>	<i>0,2%</i>
Marge Brute	7,0	7,9	7,8
<i>Taux de marge brute</i>	<i>20,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,2%</i>
EBITDA	3,9	4,3	3,8
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,2%</i>	<i>9,8%</i>
Résultat	3,6	3,7	3,5
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,6%</i>	<i>8,9%</i>
Résultat net	0,5	1,5	1,0
<i>Marge nette</i>	<i>1,6%</i>	<i>4,0%</i>	<i>2,6%</i>

(en mD)	1 ^{er} trimestre 2010	2011	Variation
Chiffre d'affaires	9,4	7,6	-19,0%
Marge brute	2,0	1,6	-23,9%
<i>Taux de marge brute</i>	<i>21,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>-130 p.b</i>

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.

Renforcer – 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.

Alléger :

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.