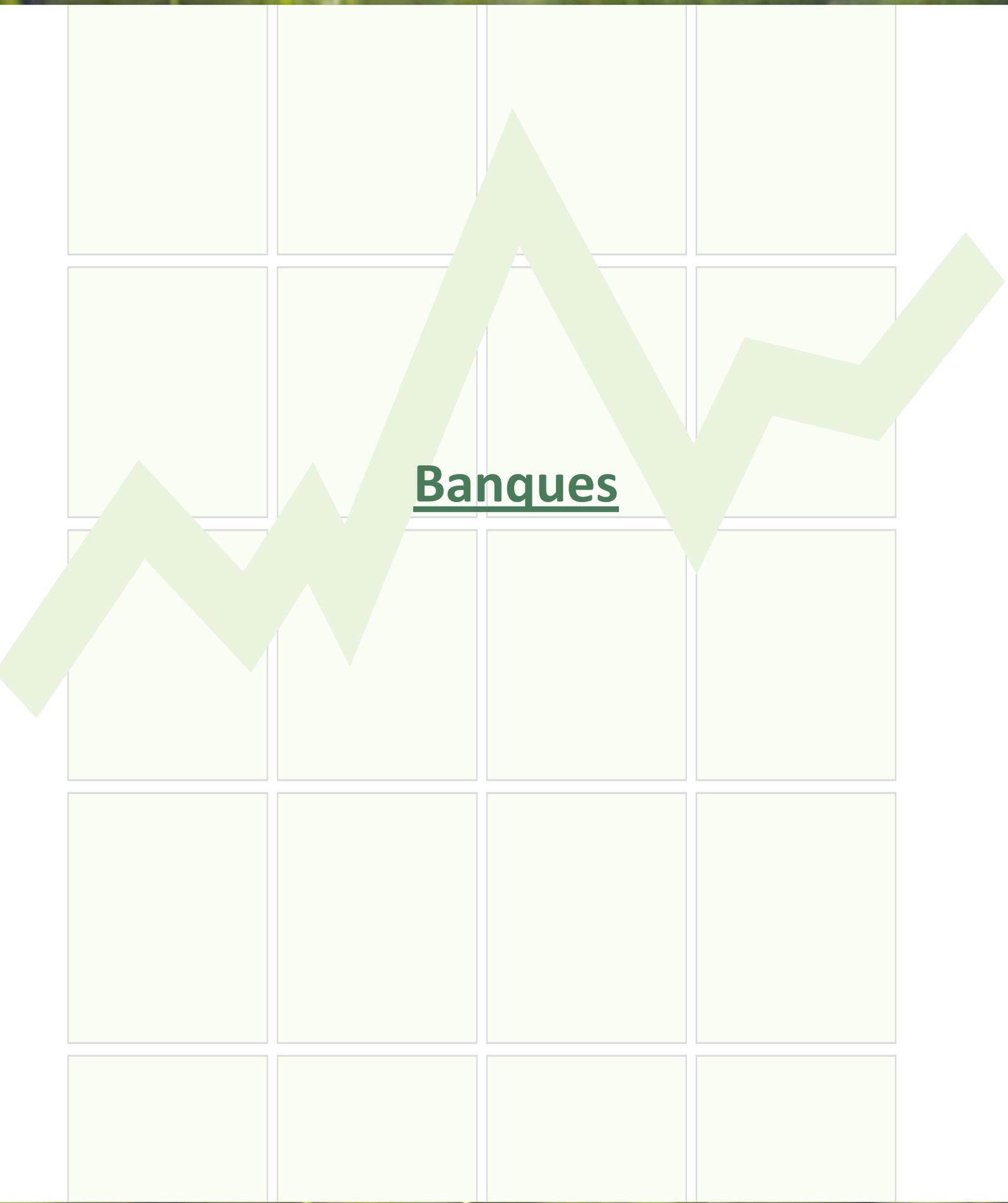




Stock guide des titres recommandés



Banques

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

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

Titres

Nominal	10
Nombre	10 000 000
Capitalisation boursière (MD)	788

Cours

Clôture	78,800
31/12/2009	53,000

Variation

Début 2010	51,3%
Année 2009	78,7%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	45,1
Bénéfice 2010	51,0
Bénéfice 2011	61,7
Capitaux propres	350,9

Dividende

Montant	1,400
Div Yield	1,8%

Valorisation

PE 2009	17,5
PE 2010	15,4
PE 2011	12,8
P/BV	2,2

L'activité de la banque ne cesse de s'améliorer d'une année à une autre. En 2009, la banque a réalisé un bénéfice net de 45,1MD en progression de 12,5% par rapport à 2008. En 2010, l'activité s'est accentuée encore plus. En effet, les dépôts et les crédits ont progressé respectivement de 20,2% et 21,6% par rapport à fin décembre à 3 519MD : une hausse sans doute aidée par l'expansion de son réseau d'agences avec l'ouverture de 5 nouveaux points de vente en neuf mois seulement.

Le PNB de la banque s'établit à 121,5MD affichant une progression de 18,5% par rapport à la même période de l'année écoulée. Une progression qui a été alimentée par l'amélioration de la marge d'intérêt de 22,1% à 63MD.

En matière de productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 60 points de base à 32,2% grâce à une meilleure maîtrise des charges opérationnelles.

Le taux des créances classées s'est apprécié de 1,5 points à 10,4% grâce à l'amélioration de la qualité son portefeuille client et une gestion rigoureuse quant à la sélection des clients. Le taux de couverture par les provisions a atteint 73,4% contre 70,9% à fin décembre 2009.

La banque a clôturé neuf premiers mois de 2010 avec un bénéfice net de 45MD, soit le résultat réalisé en 2009 pour une année pleine.

Pour les prochaines années, la banque a retenu une hypothèse de croissance de son activité de 14% entre 2011 et 2014 afin d'atteindre un total bilan de 7 700MD qui lui permettra de générer des revenus de 550MD, PNB de 270MD et résultat net de 120MD à l'horizon 2014, tout en assurant un gain en productivité : le coefficient d'exploitation passera de 35,1% à 30,5% en 2014. Sur le volet risque, le management table de ramener le taux de CDL de 10,4% à 7% et le taux de couverture de 73,4% à 96%.

Par ailleurs, une augmentation de capital par incorporation de réserves et en numéraire est à l'étude pour porter le capital social de 100MD à 120MD. En plus, le management prévoit d'augmenter la rémunération des actionnaires qui passera de 14% à 20% du nominal.

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

ATB: Conserver (+)**Actionnariat**

Arab Bank Plc (64,2%)

Titres

Nominal	1
Nombre	100 000 000
Capitalisation boursière (MD)	795

Cours

Clôture	7,950
31/12/2009	8,080

Variation

Début 2010	14,7%
Année 2009	53,9%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009	45,8
Bénéfice 2010	54,3
Bénéfice 2011	62,9
Capitaux propres	309,4

Dividende

Montant	0,200
Div Yield	2,5%

Valorisation

PE 2009	17,4
PE 2010	14,7
PE 2011	12,6
P/BV	2,6

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

Durant les trois premiers trimestres de 2010, les dépôts de la clientèle se sont contractés de 13,7% par rapport à fin décembre 2009. Quant aux crédits servis à la clientèle, ils se sont crus de 28%

Le PNB s'établit à 108MD en progression de 18,2% grâce à l'amélioration des revenus sur portefeuille. La banque compte à son actif un important portefeuille en bons de trésor qui lui permet d'être faiblement sensible à la baisse des taux d'intérêt. Ainsi la structure du PNB de la banque est assez particulière puisque 57% 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 3,2 points à 46,7%.

Rappelons que les créances classées représentent 8,7% du total des engagements de la banque et couvertes par les provisions à hauteur de 73,2% : des niveaux largement en dessus des taux exigés par la BCT.

Au cours du mois de décembre, la banque a fait appel à ses actionnaires pour augmenter son capital de 20MD et le faire à 100MD (15MD en numéraire et 5MD par incorporation de réserves). Cette levée de fonds permettra à la banque de se conformer aux ratios spécifiques du secteur bancaire en prévision de l'entrée en application des normes Bâle II.

Pour 2010, le management de la banque un bénéfice net prévisionnel de la banque à 54MD, soit +18,4%. Pour les prochaines années, la banque vise une part de marché de 11% en termes de dépôts et 8,2% en termes de crédits. Elle œuvrera à maintenir un coefficient d'exploitation au-dessous de 40% et un taux de couverture des CDL supérieur à 80%.

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

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

Andalucarthage Holding (54,6%)

ICF (4,68%)

Ennaki (2,29%)

Titres

Nominal 5

Nombre 33 750 000

Capitalisation boursière (MD) 726

Cours

Clôture 21,500

31/12/2009 21,500

Variation

Début 2010 0,0%

Année 2009 62,2%

Chiffres clés (MD)

Bénéfice 2009 46,8

Bénéfice 2010 57,0

Bénéfice 2011 58,0

Capitaux propres 240,8

Dividende

Montant 0,000

Div Yield 0,0%

Valorisation

PE 2009 15,5

PE 2010 12,7

PE 2011 12,5

P/BV 3,0

Le programme de restructuration de la banque entamé depuis plusieurs années commence à porter ses fruits, les principales réalisations en 2009 et celles des neuf premiers mois de 2010 témoignent de ce bon parcours. En effet, les ressources de la banque ont affiché une progression de 14,3% à 3 198MD par rapport à fin décembre 2009. Les emplois, eux aussi ont suivi le même rythme puisqu'ils ont cru de 12,2%.

Tenant compte de cet accroissement de l'activité, le PNB de la banque a augmenté de 19% à 70,9MD grâce à l'amélioration des revenus sur portefeuille (+45,7%).

Au niveau de la maîtrise des charges, la banque a gagné plus de 3 points en termes de coefficient d'exploitation à 47,4%.

La banque a poursuivi sa stratégie d'expansion de réseau avec l'ouverture de 9 nouveaux points de vente. Désormais, elle compte 160 agences à fin septembre 2010.

L'important effort de provisionnement réalisé durant ces dernières années a permis à la banque d'améliorer son taux des créances classées s'établissant à 9,6% à fin décembre 2009 et le taux de couverture par les provisions se situe à 61%. Ce taux de couverture devrait, en 2010, s'aligner avec celui exigé par l'autorité de tutelle (BCT), soit 70%.

Pour 2010 dans son ensemble, le management de la banque a révisé à la hausse ses objectifs et prévoit de réaliser un PNB de 166MD (+12,2%) et un bénéfice net de 57MD (+21,8%) : des chiffres que nous estimons très prudents au vu des réalisations du premier semestre 2010.

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

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

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

BH: Acheter

Actionnariat	
Etat tunisien (32,6%)	
ETAP (16,6%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	18 000 000
Capitalisation boursière (MD)	522
Cours	
Clôture	29,020
31/12/2009	27,650
Variation	
Début 2010	7,3%
Année 2009	21,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	53,3
Bénéfice 2010	60,0
Bénéfice 2011	66,0
Capitaux propres	411,2
Dividende	
Montant	0,650
Div Yield	2,2%
Valorisation	
PE 2009	9,8
PE 2010	8,7
PE 2011	7,9
P/BV	1,3

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

Les réalisations de la BH pour les neuf premiers mois de 2010 ont été assez modestes par rapport à nos attentes. Les dépôts de la clientèle n'ont augmenté que de 6% par rapport à fin décembre 2009. Le stock des crédits a affiché une progression de 8% par rapport au stock de décembre 2009. Le PNB a enregistré une faible croissance de 3,8% alimentée surtout par les revenus sur portefeuille (+28%) malgré que la marge d'intérêt ait régressé de 2%.

En matière d'efficacité opérationnelle, le coefficient d'exploitation s'est déprécié de 2,2 points en raison de la progression des frais généraux. De même, le coût du risque a régressé de 3,3 points à 46,7%.

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

Concernant l'année 2010 dans son ensemble, le management de la banque vise un résultat net de 60MD (+12,6%), un chiffre que nous estimons très accessible.

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

Le titre BH présente un PE de 8,7 fois le résultat prévisionnel de 2010, 8 fois ceux de 2011 ainsi qu'un P/BV, légèrement au-dessus de 1 : des niveaux de valorisation très attrayants qui se comparent favorablement par rapport à l'ensemble du marché. Le titre BH demeure toujours parmi les moins chers de la place. Nous maintenons notre recommandation pour l'**achat** du titre.

BIAT: Conserver (+)

Actionnariat	
Maghreb Financière Holding (38,1%)	
Groupe MILED (9,7%)	
Groupe Tamarzis (9,3%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	17 000 000
Capitalisation boursière (MD)	1 292
Cours	
Clôture	76,000
31/12/2009	64,100
Variation	
Début 2010	21,7%
Année 2009	76,2%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	60,1
Bénéfice 2010	85,0
Bénéfice 2011	93,5
Capitaux propres	490,9
Dividende	
Montant	2,000
Div Yield	2,6%
Valorisation	
PE 2009	21,5
PE 2010	15,2
PE 2011	13,8
P/BV	2,6

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

Durant les neuf premiers mois de 2010, l'encours des crédits est passé à 4 178MD affichant ainsi une progression de 9,2% par rapport à fin décembre 2009. Les dépôts ont suivi la même cadence avec une progression de 6% par rapport à fin décembre 2009 pour s'établir à 5 633MD.

Le PNB de la banque s'établit à 217MD affichant une progression de 15,4% par rapport à la même période de l'année écoulée. Une progression qui a été alimentée par l'amélioration de la marge d'intérêt et sur commissions de 11% ainsi que les revenus sur portefeuille de 28% (une plus-value sur cession de participation pour 7,7MD).

D'un point de vue productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 5,6 points pour s'établir à 55% grâce à une meilleure maîtrise des charges opératoires, mais un niveau qui demeure élevé par rapport à la moyenne du secteur bancaire. Notons en plus que la couverture des frais de personnel par les commissions demeure assez faible, puisque les commissions représentent 50,4% seulement de la masse salariale alors d'autres banques de place ont déjà dépassé les 100%.

En matière de qualité d'actifs, la banque affiche à fin juin 2010 un taux CDL de 9,6% et un ratio de provisionnement de 70,6%.

Par ailleurs, l'année 2010 a été marquée par poursuite de la stratégie d'expansion du réseau avec l'ouverture de 7 nouveaux points de vente portant le nombre d'agences à 138.

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

D'un point de vue boursier, et malgré la bonne progression du titre en 2009 (+76,2%) et depuis le début de l'année 2010 (+21,7%), le titre BIAT se valorise à 15 fois ses bénéfices estimés de 2010 et 13,8 fois ceux de 2011 : une valorisation légèrement en dessus de ses pairs cotés mais qui se justifie la forte croissance durant les prochaines années. Nous maintenons notre recommandation de **renforcer** votre position sur le titre.

BNA: Acheter

Actionariat	
Etat Tunisien (65,5%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	32 000 000
Capitalisation boursière (MD)	492
Cours	
Clôture	15,390
31/12/2009	11,480
Variation	
Début 2010	38,0%
Année 2009	46,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	40,3
Bénéfice 2010	50,0
Bénéfice 2011	57,5
Capitaux propres	492,9
Dividende	
Montant	0,450
Div Yield	2,9%
Valorisation	
PE 2009	12,2
PE 2010	9,8
PE 2011	8,6
P/BV	1,0

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

En effet, l'encours des crédits est passé à 4 988MD, affichant une progression notable de 14,5% par rapport à fin décembre 2009. Les dépôts ont eux aussi progressé, mais avec un rythme beaucoup plus faible puisqu'ils n'ont progressé que de 1% par rapport au 31/12/2009.

Le PNB de la banque s'établit à 184MD affichant une progression de 7,8% par rapport à la même période de l'année écoulée. Une progression qui a été alimentée par l'amélioration de la marge d'intérêt de 10,3% ainsi que les revenus sur portefeuille de 8,7%.

Côté productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 1,3 point pour s'établir à 50,6%, fruit d'une meilleure gestion des charges opérationnelles.

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

Il est bon de rappeler que les créances douteuses de la banque représentent 11,9% du total des engagements de la banque à fin décembre 2009 et qu'elles sont couvertes par les provisions à hauteur de 68%.

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

Le titre BNA a affiché une performance boursière de 46,4% en 2009 et plus de 38% depuis le début de l'année 2010. En dépit de cette bonne progression du cours, le titre demeure toujours décoté par rapport au secteur bancaire ainsi qu'à l'ensemble du marché : il est valorisé à 9,8 fois son bénéfice net estimé pour l'année 2010 et 8,6 fois le bénéfice prévisionnel pour la prochaine année. Nous recommandons le titre à l'**achat**.

BT: Conserver (+)

Actionnariat	
Banque Fédérative du Crédit Mutel (20%) Corporation and Investment (11,31%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	112 500 000
Capitalisation boursière (MD)	1 321
Cours	
Clôture 31/12/2009	11,740 9,700
Variation	
Début 2010 Année 2009	21,3% 31,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009 Bénéfice 2010 Bénéfice 2011 Capitaux propres	66,1 69,4 72,9 444,7
Dividende	
Montant Div Yield	0,290 2,5%
Valorisation	
PE 2009 PE 2010 PE 2011 P/BV	20,0 19,0 18,1 3,0

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

Les trois premiers trimestres de 2010 se sont caractérisés pour la BT par un accroissement des dépôts de la clientèle de 17,6% par rapport à fin décembre 2009.

Les crédits à la clientèle quant à eux se sont accrus plus rapidement, puisqu'ils ont affiché une croissance de 20,6% comparée à fin 2009.

Compte tenu de l'amélioration de l'accroissement de l'activité, le PNB a affiché une progression de 13,5%. Une performance rendue possible grâce à l'amélioration de la marge d'intérêt de 10,4% et celle sur commissions de 16%. La BT demeure toujours la référence en matière d'optimisation de ses charges avec un coefficient d'exploitation de 24,2% en appréciation de 1,4 point, et demeure toujours le plus faible du secteur.

Il est bon de rappeler que la BT affiche un ratio CDL parmi les plus faibles du secteur (5,5% à fin 2009) ainsi qu'un taux de couverture par les provisions de 83,1%. Des niveaux qui se rapprochent des standards internationaux.

De plus, le réseau de la banque s'est renforcé en 2010 avec l'ouverture de 7 nouveaux points de vente ramenant ainsi le réseau à 96 agences.

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

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

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



Assurances

Assurances SALIM: Conserver (+)

Actionnariat	
Groupe BH (40%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	2 660 000
Capitalisation boursière (MD)	63
Cours	
Clôture	23,510
31/12/2009	15,000
Variation	
Début 2010	61,4%
Année 2009	-
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	3,4
Bénéfice 2010	4,2
Bénéfice 2011	4,5
Capitaux propres	18,6
Dividende	
Montant	0,700
Div Yield	3,0%
Valorisation	
PE 2009	18,6
PE 2010	14,8
PE 2011	13,8
P/BV	3,4

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

En 2009, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 33,2MD en progression de 20,5% par rapport à 2008 et un bénéfice net de 3,4MD (+49,5%) témoignant ainsi d'une rentabilité des capitaux propres satisfaisante de l'ordre de 18%. Durant les neuf premiers mois de 2010, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 27MD affichant une progression de 8% par rapport à la même période de 2009. La branche vie occupe toujours la part prépondérante de l'activité avec 48,3% du chiffre d'affaires.

Les revenus de placements se sont appréciés de 15,6% à 2,7MD : une progression sans doute due à l'augmentation de la base des placements suite à l'injection des fonds issus de la dernière augmentation de capital opérée sur le marché financier.

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

Depuis son introduction en bourse au mois d'avril 2010, le titre a gagné plus de 60% par rapport à sa valeur d'introduction, et il traite actuellement à 23,510D. Il représente actuellement 3,4 fois son actif net comptable. Il se traite à 14,8 fois les bénéfices estimés de 2010 et 13,8 fois ceux de 2011, soit une légère surcote par rapport au secteur des assurances. Le titre offre en plus un bon rendement en dividende de 3%.

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

STAR: Conserver (+)

Actionnariat	
Etat Tunisien (36,6%) GROUPAMA (35%)	
Titres	
Nominal	10
Nombre	2 307 693
Capitalisation boursière (MD)	430
Cours	
Clôture	186,500
31/12/2009	143,500
Variation	
Début 2010	31,2%
Année 2009	77,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	33,7
Bénéfice 2010	38,8
Bénéfice 2011	44,6
Capitaux propres	198,1
Dividende	
Montant	1,800
Div Yield	1,0%
Valorisation	
PE 2009	12,8
PE 2010	11,1
PE 2011	9,6
P/BV	2,2

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

Durant les trois premiers trimestres de 2010, la STAR a affiché une progression timide de son chiffre d'affaires de 1,7% par rapport à la même période de 2009. Les charges de sinistres ont baissé de 32,7% suite à la survenance d'un important sinistre relatif à la branche incendie en 2009. Ceci a impacté positivement le taux de sinistralité de la compagnie qui passe à 63,2% contre 95,6% à fin septembre 2009.

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

D'un point de vue boursier, le titre STAR a gagné plus de 77% en 2009 et plus de 30% depuis le début de l'année 2010. Malgré cette bonne performance, le titre demeure toujours attractif, puisqu'il est valorisé à 11 fois ses bénéfices estimés pour 2010, 9,6 fois ceux de 2011 et 2 fois son actif net comptable. Nous pensons que ce niveau de cours présage encore un potentiel de croissance. Notre recommandation de **renforcer** votre position sur le titre est toujours maintenue.

TUNIS RE: Conserver (+)

Actionnariat	
BNA (16,25%)	
STAR (15,23%)	
STB (4,01%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	9 000 000
Capitalisation boursière (MD)	134
Cours	
Clôture	14,900
31/12/2009	7,000
Variation	
Début 2010	118,2%
Année 2009	-
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	5,0
Bénéfice 2010	6,3
Bénéfice 2011	7,4
Capitaux propres	53,7
Dividende	
Montant	0,375
Div Yield	2,5%
Valorisation	
PE 2009	26,6
PE 2010	21,2
PE 2011	18,2
P/BV	2,5

L'année 2009 s'est caractérisée pour le réassureur national par un bénéfice net de 5MD pour un chiffre d'affaires de 60,7MD.

Durant les neuf premiers mois de 2010, Tunis Re a réalisé un chiffre d'affaires de 40,6MD affichant une progression de 14,4% par rapport à la même période de 2009. La rétention s'est améliorée de 0,7 points à 56,3%, fruit de la restructuration partielle du programme de rétrocession.

De même et malgré l'augmentation des charges de sinistres de 17,2%, le taux de sinistralité s'est apprécié de 0,6 points à 47,8%.

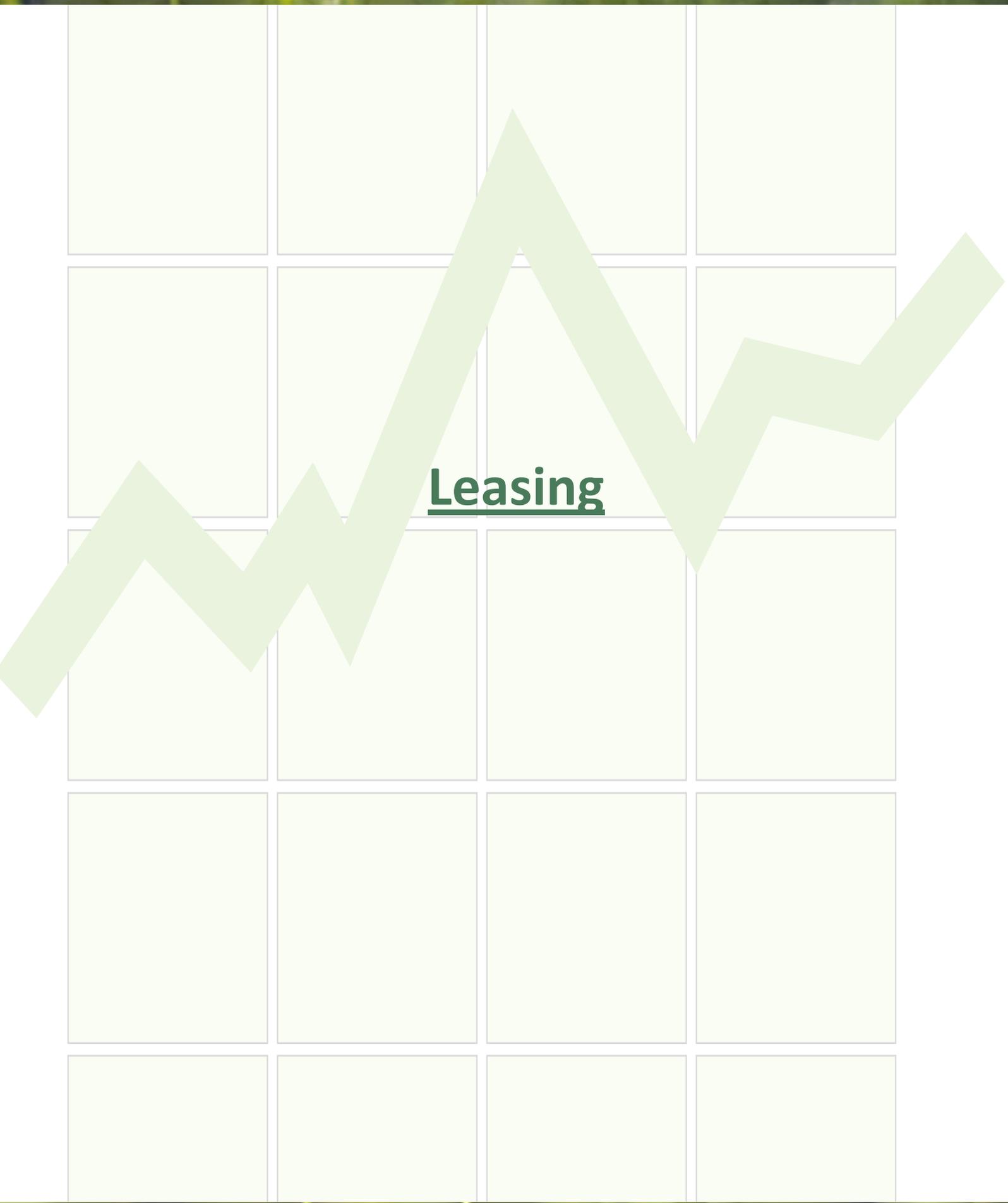
De plus, les produits de placements de la compagnie ont affiché une nette amélioration de 11,6% suite à une meilleure gestion des placements.

Pour 2010 dans son ensemble, le management de la compagnie prévoit de réaliser un chiffre d'affaires de 62,6MD, un résultat technique de 1,9MD et un bénéfice net de 6,3MD : des chiffres que nous estimons très accessibles au vu des réalisations des trois premiers trimestres de 2010.

La dernière assemblée de la société a décidé d'augmenter le capital social de 30MD pour le porter à 75MD. L'objectif de cette augmentation est de renforcer les fonds propres de la société en vue d'améliorer son rating et sa solidité financière.

Durant les prochaines années, la société table sur une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 8% et du bénéfice net de 20%.

D'un point de vue boursier, le titre « Tunis Re » a gagné plus de 118% depuis sa première cotation en Mai 2010. Désormais, le titre se valorise à 21 fois ses bénéfices de 2010 et 18 fois ceux de 2011 : un niveau en deçà de l'ensemble du secteur des assurances qui se valorise à 14. Nous recommandons de renforcer votre position sur le titre en le considérant comme une valeur de fonds de portefeuille.



Leasing

ATL: Acheter

Actionnariat	
ATB (27,76%)	
ENNAKL (10,67%)	
BNA (10%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	17 000 000
Capitalisation boursière (MD)	101
Cours	
Clôture	5,950
31/12/2009	5,350
Variation	
Début 2010	15,0%
Année 2009	53,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	6,6
Bénéfice 2010	8,2
Bénéfice 2011	9,6
Capitaux propres	44,8
Dividende	
Montant	0,200
Div Yield	3,4%
Valorisation	
PE 2009	15,4
PE 2010	12,4
PE 2011	10,6
P/BV	2,3

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

A fin septembre 2010, la société a vu ses mises en forces augmenter de 30,1% à 172,4MD.

Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 12,5% par rapport au mois de septembre de l'année dernière pour s'établir au 30/09/2010 à 12,7MD. En termes de productivité, l'ATL fait toujours mieux que la moyenne sectorielle avec un coefficient d'exploitation de 32,8%, en nette amélioration de 0,5 points par rapport à fin septembre 2009 : ceci dénote d'une gestion des charges opérationnelles très bien maîtrisée et ce malgré l'ouverture de trois nouvelles agences.

Rappelons qu'en ce qui concerne la qualité d'actifs, l'ATL affiche à fin juin 2010 un taux de créances classées de 7,01%, un niveau qui se compare favorablement par rapport à la moyenne du secteur coté. La couverture de ces créances douteuses est de 75,6% : un niveau en ligne avec les prérogatives de la BCT.

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

D'un point de vue boursier et malgré les bonnes performances financières de la société, le titre ATL n'a pas été trop gagnant depuis le début de l'année (+15%) en comparaison de ses paires cotées qui ont vu leur cours s'apprécier de plus de 50%. Il se valorise à 12 fois ses bénéfices estimés pour 2010, 10 fois ceux de 2011 et offre un rendement en dividende de 3,4%, parmi les plus élevés du secteur du leasing. Nous maintenons notre recommandation pour l'**achat** du titre.

CIL: Conserver (+)

Actionnariat	
Société Générale Financière -SICAF-	(20,2%)
Tunisian Travel Service	(19,4%)
GAT	(9,9%)
Titres	
Nominal	5
Nombre	4 000 000
Capitalisation boursière (MD)	118
Cours	
Clôture	29,550
31/12/2009	28,690
Variation	
Début 2010	39,1%
Année 2009	68,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	7,3
Bénéfice 2010	8,2
Bénéfice 2011	8,2
Capitaux propres	33,3
Dividende	
Montant	0,720
Div Yield	2,4%
Valorisation	
PE 2009	16,1
PE 2010	14,4
PE 2011	14,4
P/BV	3,5

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

Durant les neuf premiers mois de 2010, les mises en force de la société de sont accrues de 33,8%.

Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 15,3% par rapport au mois de septembre de l'année dernière pour s'établir au 30/09/2010 à 12,2MD. La compagnie de leasing affiche un coefficient d'exploitation de 30% parmi les plus faibles du secteur coté (en appréciation de 1,8 point par rapport à la même période de 2009). Le taux de créances classées s'établit à 6,4% et le taux de provisionnement de 80,3% à fin juin 2010. Ceci vient confirmer la bonne qualité du portefeuille de créances de la CIL comparée aux autres compagnies de leasing cotées sur la place de Tunis.

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

Depuis le début de l'année, le titre CIL a gagné plus de 68% de sa valeur. Actuellement, il se valorise à 14,4 fois ses bénéfices estimés pour 2010 : un niveau en deçà de celui du secteur du leasing coté qui se traite à 15,7 fois.

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

Tunisie Leasing: Acheter

Actionnariat	
Groupe Amen (51,34%)	
Stusid Bank (9,17%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	7 000 000
Capitalisation boursière (MD)	244
Cours	
Clôture	34,910
31/12/2009	25,000
Variation	
Début 2010	44,7%
Année 2009	18,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,2
Bénéfice 2010	16,4
Bénéfice 2011	18,1
Capitaux propres	96,6
Dividende	
Montant	0,850
Div Yield	2,4%
Valorisation	
PE 2009	17,2
PE 2010	14,9
PE 2011	13,5
P/BV	2,5

En 2009, le groupe Tunisie Leasing a clôturé l'année avec un bénéfice net de 14,2MD (+25%).

Durant les six premiers mois de 2010, le groupe a affiché un repli de 6% à 7,6MD : un repli qui s'explique surtout par un coût du risque désormais positif après qu'il était négatif durant les dernières années grâce à l'important effort de recouvrement fourni par le management.

Pour les trois premiers trimestres de 2010, les mises en forces de la société mère ont affiché une progression 46,7% à 218,4MD. La société demeure toujours leader des compagnies de leasing en Tunisie.

Malgré l'augmentation des charges opérationnelles de 15,5%, le coefficient d'exploitation s'est légèrement déprécié de 0,3 points à 40,6% : un niveau qui demeure élevé par rapport à l'ensemble du secteur et qui s'explique par l'importance de la taille de la société par rapport à ses concurrentes.

Il est bon de rappeler que le taux de couverture se situe à fin décembre à 87,9% et que les créances classées représentent 6% du total des engagements de la société.

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

D'un point de vue boursier, le titre Tunisie Leasing a affiché une progression de son cours de 44% depuis le début de l'année 2010. Il se valorise à 14,9 fois les bénéfices estimés pour 2010 et 13,5 fois ceux de 2011 : des niveaux en légère décote par rapport à l'ensemble du secteur coté. Compte tenu de la solidité financière du groupe et de sa croissance régionale qui devra booster les résultats du groupe durant les prochaines années, nous maintenons toujours notre opinion sur le titre : **achat** en tant que valeur de fonds de portefeuille.



Holding

PGH : Conserver (+)

Actionnariat	
Famille BEN AYED (36%)	
Famille BOUZGUENDA (20%)	
Famille BOURICHA (19%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	166 670 000
Capitalisation boursière (MD)	1 570
Cours	
Clôture	9,420
31/12/2009	7,020
Variation	
Début 2010	38,1%
Année 2009	20,4%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	76,3
Bénéfice 2010	85,0
Bénéfice 2011	93,5
Capitaux propres	427,8
Dividende	
Montant	0,275
Div Yield	2,9%
Valorisation	
PE 2009	20,6
PE 2010	18,5
PE 2011	16,8
P/BV	3,7

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

Durant le 1^{er} semestre 2010, le groupe a réussi à réaliser un chiffre d'affaires de 559,1MD (+24,4%) et à améliorer aussi bien la marge brute et l'EBITDA respectivement de 26% à 191,8MD et de 32,7% à 94,4MD, suite à la stabilisation des principaux cours des matières premières et du bon comportement des principales sociétés du groupe. Quant au résultat net consolidé, il a bondi de 61,6% à 45,7MD.

A partir du 2^{ème} semestre, l'évolution de l'activité a été moins soutenue que prévu suite à la hausse des cours des matières premières et du dollar, l'entrée tardive des nouveaux projets ainsi que les difficultés rencontrées pour les sociétés implantées en Algérie et en Libye. Le chiffre d'affaires arrêté au 30/09/2010 s'établi à 877,2MD contre 726,7MD pour la même période de l'année précédente, soit une évolution de 20,7% qui s'explique principalement par l'augmentation du volume d'affaires et l'entrée en exploitation des nouveaux investissements.

Du côté des investissements, le groupe a réalisé des investissements pour un montant de 87,9MD, soit 58% de l'enveloppe prévue pour l'année 2010.

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%.

D'ici fin 2010, nous prévoyons que le chiffre d'affaires consolidé et le résultat net consolidé seront respectivement aux alentours de 1 050MD et de 85MD. Des chiffres que nous estimons réalisables au vu des réalisations des 9 premiers de 2010 mais qui restent tributaires de l'évolution des principales matières premières (acier, engrais alimentaires,...) et du contexte économique international.

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

D'un point de vue boursier, le titre se valorise à 18,58 fois ses bénéfices estimés pour 2010 et 16,8 fois ceux de 2011 : des niveaux en ligne par rapport à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende de 2,9% acceptable. Le groupe PGH présente un portefeuille d'activité largement diversifié. Nous recommandons toujours **l'investissement dans le titre pour un placement à moyen terme.**



Industrie Agro-alimentaire

SFBT: Acheter

Actionnariat	
Groupe CASTEL (49%)	
BNA (13,6%)	
STAR (8,6%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	56 000 000
Capitalisation boursière (MD)	688
Cours	
Clôture	12,290
31/12/2009	12,350
Variation	
Début 2010	14,0%
Année 2009	21,5%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	68,1
Bénéfice 2010	74,9
Bénéfice 2011	89,8
Capitaux propres	384,0
Dividende	
Montant	0,600
Div Yield	4,9%
Valorisation	
PE 2009	10,1
PE 2010	9,2
PE 2011	7,7
P/BV	1,8

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

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

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

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

Les 9 premiers mois de 2010 ont été marqués pour la société mère par la hausse du chiffre d'affaires de 15,6% à 157,5MD par rapport à la même période en 2009. Une performance imputable essentiellement à la forte progression des ventes locales de boissons gazeuses +17,8MD (82MD) suite au réajustement des prix et de l'augmentation des quantités. Par ailleurs, grâce à la nouvelle bière FLAG en boîte, les ventes de bière destinées à l'export ont bondi de 42%.

Pour 2010, nous prévoyons pour la société mère un chiffre d'affaires aux alentours de 200MD en hausse de 10,7%. Le résultat net serait de l'ordre de 62,3MD (+0,8%).

Afin de se conformer à la réglementation en vigueur, le groupe a créé la société « SFBT Distribution » : une société qui se chargera de commercialiser les marchandises vendues dans l'état

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

En 2009, le titre SFBT a gagné plus de 21% de sa valeur, une croissance qui s'est poursuivie en 2010 avec plus de 14%. Actuellement, il se valorise à 9,2 fois les bénéfices estimés pour 2010 et 7,7 fois ceux de 2011 : des niveaux que nous jugeons très attrayant par rapport à l'ensemble du marché. L'investissement dans le titre SFBT se justifie principalement par une récurrence des revenus, une diversification totale des produits, un positionnement irréprochable ainsi qu'une bonne solidité financière.

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



Industrie des Composantes Automobiles

ASSAD: Acheter

Actionnariat	
Famille KALLEL (64%)	
Evolia Holding (5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	11 000 000
Capitalisation boursière (MD)	123
Cours	
Clôture	11,210
31/12/2009	12,560
Variation	
Début 2010	1,5%
Année 2009	63,7%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	9,3
Bénéfice 2010	10,2
Bénéfice 2011	11,2
Capitaux propres	34,9
Dividende	
Montant	0,370
Div Yield	3,3%
Valorisation	
PE 2009	13,3
PE 2010	12,1
PE 2011	11,0
P/BV	3,5

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

La première moitié de l'année 2010 s'est caractérisée par un bénéfice net du groupe de 4,1MD en progression de 5,1% par rapport à la même période de 2009, et ce malgré la détérioration des marges de quelques points suite à la forte volatilité du cours de plomb enregistrée durant l'année en cours.

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

Au 30/09/2010, le chiffre d'affaires de la société mère ASSAD a été de 39MD contre 34,4MD soit une hausse de 13,4% qui s'explique par une forte progression des ventes à l'export de 33,4% à 25MD grâce notamment à l'augmentation des quantités vendues de 21% pour les batteries et de 4% pour les plaques. Par contre, les ventes locales se sont contractées de 10,5% à 14MD.

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

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

D'un point de vue boursier, le titre ASSAD se traite à 11,210 correspondant à un PE 12,1 fois les bénéfices estimés pour 2010 et 11 fois ceux de 2011.

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

Gif Filter: Conserver (+)

Actionnariat	
Groupe M'ZABI (68,5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	6 666 000
Capitalisation boursière (MD)	60
Cours	
Clôture	9,020
31/12/2009	7,050
Variation	
Début 2010	30,4%
Année 2009	175,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	1,2
Bénéfice 2010	1,3
Bénéfice 2011	1,5
Capitaux propres	16,1
Dividende	
Montant	0,170
Div Yield	1,9%
Valorisation	
PE 2009	49,0
PE 2010	44,6
PE 2011	40,5
P/BV	3,7

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

De même, durant les 3 premiers trimestres de 2010, la société a enregistré une contraction de son activité. Ainsi, les ventes destinées à l'export ont diminué de 39,6% et les ventes locales sont restées quasiment stables. Une baisse volontaire suite à la réorganisation du portefeuille des clients étrangers après la prise de contrôle de la société par le groupe M'ZABI.

Pour 2010, nous prévoyons un résultat supérieur à celui de 2009 boosté essentiellement par une cession d'immobilisation de l'ordre de 2,4MD.

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

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

Actuellement, le titre est valorisé à 44 fois ses bénéfices estimés pour l'année en cours et 40 fois ceux de 2011 : des niveaux largement supérieurs à l'ensemble du marché. Nous estimons que malgré cette surcote, le titre GIF Filter peut être considéré comme étant un titre de croissance. Les synergies espérées à travers le groupe M'ZABI vont donner de l'élan à l'activité de la société, et lui permettra de réaliser une croissance beaucoup plus rapide durant les prochaines années. Nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.



Industries de Matériaux de construction

TPR: Conserver (+)

Actionnariat	
Famille BAYAHI (76,5%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	37 000 000
Capitalisation boursière (MD)	213
Cours	
Clôture	5,750
31/12/2009	5,600
Variation	
Début 2010	10,2%
Année 2009	38,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,1
Bénéfice 2010	15,5
Bénéfice 2011	17,0
Capitaux propres	75,9
Dividende	
Montant	0,250
Div Yield	4,3%
Valorisation	
PE 2009	15,1
PE 2010	13,8
PE 2011	12,5
P/BV	2,8

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

Cette situation s'est nettement redressée en 2010 puisque les ventes sur le marché local ont augmenté de 23% à fin septembre 2010. TPR semble avoir récupéré ses parts de marché perdues.

L'activité export, elle aussi s'est renforcée en augmentant de 18%.

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

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

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

D'un point de vue boursier, le titre TPR a gagné plus de 10% de sa valeur depuis le début de 2010. Actuellement, il se traite à 13,8 fois ses bénéfices estimés pour 2010 et 12,5 fois ceux de 2011. Il offre un rendement en dividende appréciable de 4,3%.

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



Autres Industries

Air Liquide : Conserver (+)

Actionnariat	
Air Liquide International (59,1%)	
BT (19,1%)	
BNA (16,1%)	
Titres	
Nominal	25
Nombre	954 201
Capitalisation boursière (MD)	302
Cours	
Clôture	315,990
31/12/2009	262,000
Variation	
Début 2010	34,0%
Année 2009	65,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	11,9
Bénéfice 2010	12,5
Bénéfice 2011	13,1
Capitaux propres	36,3
Dividende	
Montant	9,700
Div Yield	3,1%
Valorisation	
PE 2009	25,3
PE 2010	24,1
PE 2011	23,0
P/BV	8,3

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

Durant les 9 premiers mois de 2010, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 17,6MD, en nette amélioration de 9,6% par rapport à la même période de 2009 (16,1MD). Une bonne performance imputable à l'évolution de l'activité export de +30% à 5,96MD.

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

De plus et courant le mois de décembre, la société a lancé un centre de conditionnement de gaz ultra purs et de mélanges ». Il s'agit de la première installation au monde de ce type. Ce centre est l'une des deux composantes d'une nouvelle unité de production d'oxygène et d'azote liquide. Le coût de cette unité s'élève aux alentours de 20MD. Sa production atteindra 70 tonnes/jour destinés aussi bien au marché tunisien qu'à celui du Nord Afrique.

D'un point de vue boursier, le titre offre un rendement de dividende de 3,1% sans compter les attributions d'actions gratuites chaque année. Durant les trois dernières années, le titre a affiché une performance boursière à deux chiffres (+36% en 2008, +65% en 2009 et +34% depuis le début de l'année 2010). Actuellement, le titre se valorise à 24 fois ses bénéfices estimés pour 2010 et 23 fois ceux de 2011.

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



Distribution Automobile

ARTES: Conserver (+)

Actionnariat	
Famille M'ZABI (65,2%)	
Abu Dhabi Fund (9,3%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	25 500 000
Capitalisation boursière (MD)	317
Cours	
Clôture	12,450
31/12/2009	12,100
Variation	
Début 2010	8,9%
Année 2009	38,6%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	23,4
Bénéfice 2010	30,4
Bénéfice 2011	33,4
Capitaux propres	78,9
Dividende	
Montant	0,725
Div Yield	5,8%
Valorisation	
PE 2009	13,6
PE 2010	10,5
PE 2011	9,5
P/BV	4,0

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

Pour 2010, le chiffre de la société ARTES a atteint 175,1MD au 30/09/2010 soit une évolution de 64,4% qui s'explique par la forte progression des ventes de véhicules neufs attribuable essentiellement à la réussite de la Renault SYMBOL. Par ailleurs, et malgré une concurrence plus ardue entre les concessionnaires automobiles ARTES a réussi à améliorer sa marge commerciale de 2,1 points à 16,8%. Au 3ème trimestre, la marque au losange a lancé sur le marché tunisien la berline tricorps « Renault Fluence » et la nouvelle « Renault Latitude ».

Pour 2010, nous prévoyons un bénéfice net aux alentours de 30MD (+30%). Pour ce qui est des perspectives d'avenir, ARTES continuera sa politique de renouvellement des gammes en proposant de nouveaux modèles, ce qui lui permettra de faire face à une concurrence devenue de plus en plus agressive. En effet, le management a tracé une stratégie axée essentiellement sur la croissance et la rentabilité, le renforcement des parts de marché, et la satisfaction de la clientèle.

Avec un PE de 10,5 fois les bénéfices estimés pour 2010, ceux de 9,5 fois ceux de 2011 et un rendement en dividende de 5,8%, l'un des plus élevés du marché, le titre ARTES demeure attractif par rapport à l'ensemble du marché. De plus, il a été parmi les rares valeurs qui n'ont pas performé en 2010 (+9% depuis le début de l'année), ce qui lui présage un potentiel de croissance à moyen terme. Nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.

ENNAKL Automobiles: Conserver (+)

Actionnariat	
Princess Holding (60%)	
Autres actionnaires (40%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	30 000 000
Capitalisation boursière (MD)	350
Cours	
Clôture	11,650
31/12/2009	10,700
Variation	
Début 2010	8,9%
Année 2009	0,0%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	19,9
Bénéfice 2010	27,6
Bénéfice 2011	31,6
Capitaux propres	78,9
Dividende	
Montant	0,583
Div Yield	5,0%
Valorisation	
PE 2009	17,6
PE 2010	12,7
PE 2011	11,1
P/BV	4,4

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

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

La société ENNAKL Automobiles a enregistré sur les 9 premiers mois de 2010 un chiffre d'affaires de 310,1MD soit une progression de 42,4% par rapport à la même période en 2009. Cette performance se justifie essentiellement par un bond des ventes de véhicules neufs de 2 425 pour atteindre 9 556 véhicules vendus. Ceci a été rendu possible grâce à l'élargissement de la gamme des marques commercialisées, l'amélioration du mix produit ainsi que le développement du réseau de distribution.

Le 3^{ème} trimestre 2010 a entamé la commercialisation des véhicules de la marque SEAT.

Par contre, le taux de marge brute est restée quasiment le même, soit 11,8% malgré la forte concurrence qui règne sur le secteur de la distribution.

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

En ce qui concerne la vie boursière, le titre ENNAKL a affiché une performance boursière de 8,9% depuis son introduction à la cote durant le mois de Juillet 2010. En dépit de cette progression du cours, il se valorise à 12,7 fois les bénéfices estimés de 2010 et 11 fois ceux de 2011, en décote par rapport à l'ensemble du marché et offre un rendement en dividende attrayant de 5%.

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



Distribution des produits de consommation

MONOPRIX: Acheter

Actionnariat	
Groupe Mabrouk - EXIS - (77,1%)	
Titres	
Nominal	2
Nombre	9 245 080
Capitalisation boursière (MD)	407
Cours	
Clôture	44,000
31/12/2009	46,400
Variation	
Début 2010	-4,7%
Année 2009	106,1%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	14,7
Bénéfice 2010	18,0
Bénéfice 2011	21,6
Capitaux propres	53,2
Dividende	
Montant	1,160
Div Yield	2,6%
Valorisation	
PE 2009	27,7
PE 2010	22,6
PE 2011	18,8
P/BV	7,6

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

Au 30/09/2010, le chiffre d'affaires de la société MONOPRIX s'établit à 329,5MD en hausse de 13%. Cette performance s'est accompagnée par une appréciation de la marge commerciale de 1,1 point à 15,5% par rapport à la même période en 2009 et ce malgré la forte concurrence qui règne sur le secteur de la grande distribution

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

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

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

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

Durant ces dernières années, le titre MONOPRIX a affiché des performances boursières positives à deux chiffres. Actuellement, il se traite à 22,6 fois les bénéfices estimés pour 2010 et 18,8 ceux de 2011.

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



Promotion Immobilière

ESSOUKNA: Conserver (+)

Actionnariat	
SIMPAP (70,9%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	3 006 250
Capitalisation boursière (MD)	18
Cours	
Clôture	6,150
31/12/2009	5,450
Variation	
Début 2010	18,0%
Année 2009	34,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	3,1
Bénéfice 2010	2,6
Bénéfice 2011	2,8
Capitaux propres	19,0
Dividende	
Montant	0,280
Div Yield	4,6%
Valorisation	
PE 2009	6,0
PE 2010	7,0
PE 2011	6,7
P/BV	1,0

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

Contrairement à l'année dernière, l'activité de la société durant l'année en cours s'est contractée. Le chiffre d'affaires des trois premiers trimestres a accusé une baisse de 37,8% à 7,9MD et le résultat brut d'exploitation a régressé de 51,4% à 1,5MD.

Un élément exceptionnel est survenu au courant de l'année 2010 et qui va impacter les comptes de l'année est celui de la décision de l'AFH d'annuler l'adjudication de 5 lots de terrains sis à El Mourouj arguant le fait qu'une partie du capital de la société est détenue par des personnes de nationalité étrangère (ce qui n'est pas le cas), alors que le cahier des charges de la vente l'interdisait. L'AFH a remboursé à la société un montant de 2MD après avoir retenu les frais d'adjudication ainsi que 10% du prix payé, ce qui lui a accusé une perte exceptionnelle de 465mD et le stock de terrains s'établit désormais à 3,7MD contre 10,7MD à fin décembre 2009. Afin de remédier à cette situation, la société a entamé les démarches nécessaires avec les autorités de tutelle pour reprendre lesdits terrains.

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

En 2009, le titre ESSOUKNA a affiché une performance boursière de 34,9%. Une croissance qui s'est poursuivie en 2010, puisque le titre a gagné plus de 18% depuis le début de l'année 2010. Malgré cette bonne performance, le titre se valorise à 7 fois le bénéfice estimé de 2010 et 6,7 fois ceux de 2011, demeurant ainsi en décote par rapport à ses pairs et à l'ensemble du marché. Il affiche en plus un P/BV de 1: Un niveau qui ne tient pas compte des plus-values substantielles que recèle le stock de terrains de la société. La société a profité avec les autres filiales immobilières de la BNA, d'un effet de synergie important qui lui a permis de réaliser des résultats en progression à deux chiffres au cours de trois dernières années. En se basant sur les éléments précités, nous recommandons de **renforcer** votre position sur le titre.

SIMPAR: Acheter

Actionnariat	
BNA (30,3%)	
Société "Zied" (11,8%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	800 000
Capitalisation boursière (MD)	37
Cours	
Clôture	45,800
31/12/2009	37,400
Variation	
Début 2010	46,7%
Année 2009	58,8%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	5,7
Bénéfice 2010	6,2
Bénéfice 2011	6,5
Capitaux propres	50,8
Dividende	
Montant	1,750
Div Yield	3,8%
Valorisation	
PE 2009	6,5
PE 2010	6,0
PE 2011	5,7
P/BV	0,7

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

Au terme des trois premiers trimestres de 2010, le chiffre d'affaires de la société mère s'est inscrit en baisse de 28,5% à 11,7MD

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

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

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

Sur la bourse, le titre SIMPAR a été parmi les plus gros gagnant de l'année 2010, puisqu'il a performé de plus de 46%. En dépit de cette performance remarquable, le titre demeure toujours attrayant. Il est valorisé à 6 fois les bénéfices estimés pour l'année en cours et 5,7 fois ceux relatifs à l'année prochaine. Actuellement, il se traite à 45,800D, soit moins que sa valeur comptable nette qui recèle d'importantes plus-values latentes au niveau des stocks de terrains. Compte tenu des fondamentaux solides et d'une rentabilité très satisfaisante dans un marché en forte concurrence, nous maintenons notre recommandation : **Acheter** le titre.

Lexique des recommandations

Acheter :

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

Conserver (+) :

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

Conserver :

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

Conserver (-) :

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

Vendre :

Céder le titre.