

Monday Brief

- EVOLUTION GENERALE DU MARCHÉ
- COMPORTEMENT DES VALEURS
- IDEE INVESTISSEMENT
- PALMARES 2008
- OPF ARTES : SOUSCRIRE

Les chiffres de la semaine		
Tunindex	2681,22	+0,1%
Volume moyen	2,7 MDT/j	+82%

Les performances de la semaine par secteur :

INDICES SECTORIELS AXIS

ASSURANCES	+8,4%
PHARMACEUTIQUE	+0,3%
TRANSPORT AERIEN	+0,0%
BANCAIRE	-0,1%
INDUSTRIE	-0,4%
DISTRIBUTION	-0,5%
AGROALIMENTAIRE	-0,5%
IMMOBILIER	-0,6%
LEASING	-1,4%
AUTRES SERVICES	-1,9%
HOLDING	-2,6%

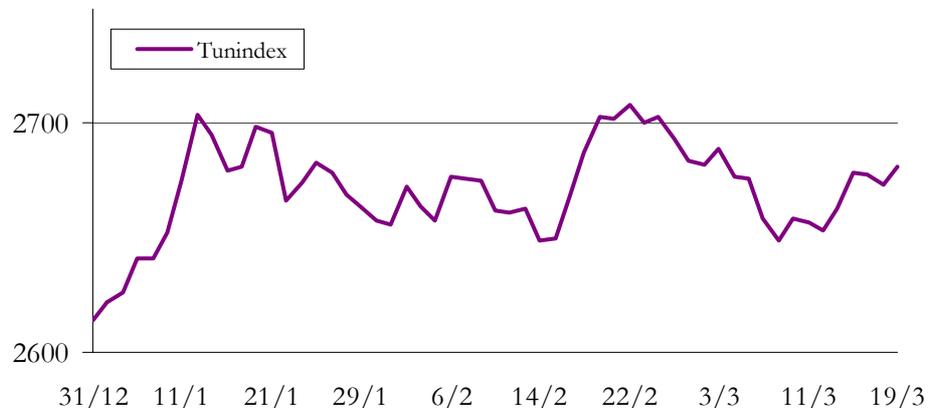
EVOLUTION GENERALE DU MARCHÉ

L'indice Tunindex a clôturé cette semaine écourtée quasiment inchangé à 2681,22 points soit un gain de +0,1% en 3 séances de bourse. Un léger gain qui cache néanmoins une tendance plutôt baissière avec 27 valeurs en baisse contre seulement une dizaine de hausse peu significatives pour la plupart.

Les volumes de transaction se sont étoffés gagnant plus de 80% à 2,7MDT/jour en moyenne. Les trois valeurs bancaires STB, BT et BH ainsi que Tunisie Leasing se sont accaparé plus de la moitié du volume des trois jours.

Depuis le début de l'année 2008, le marché affiche une performance de +2,6% et la barre des 2700 points n'a toujours pas pu être franchie durablement.

EVOLUTION DE TUNINDEX DEPUIS LE DEBUT DE L'ANNEE 2008



Nous sommes désormais entrés dans la période des publications de résultats pour l'exercice 2007 avec jusqu'à ce jour 4 publications dont les résultats nets ont évolué comme suit : El Wifack +16%, Placements de Tunisie -52%, SPDIT-SICAF -10% et ALKIMIA -88%. Des publications qui ne reflètent pas la tendance globale attendue pour l'ensemble du marché qui devrait afficher des profits en hausse significative.

Le marché restera par ailleurs focalisé jusqu'au 28/3 sur l'OPV de ARTES qui provoque un courant vendeur destiné à libérer des liquidités qui se replaceront sur le titre nouvellement introduit. Un placement de taille record pour notre marché (42MDT pour la partie OPF, plus de 104MDT en tout) et qui devrait susciter l'intérêt des investisseurs compte tenu notamment du fort Rendement en dividende offert par cette valeur : 7,6% pour 2007, dont les nouveaux actionnaires pourront bénéficier.

Alors que la période de distribution des dividendes se rapproche : elle commence en avril mais est surtout concentrée entre début mai et mi-juillet ; l'intérêt des valeurs de rendements (dividende supérieur à 4,5% du cours) se fera de plus en plus ressentir. Déjà, la tendance 2007 s'annonce correcte en matière de dividendes avec non seulement l'entrée d'une nouvelle valeur de rendement sur la cote (ARTES) mais aussi des dividendes d'ores et déjà annoncés en hausse pour El Wifack +17% à 0,350DT (rendement de 5,6%), SPDIT +9% à 0,300DT (rendement de 5,3%) et ASTREE +33% à 2DT (rendement de 2,8%).

COMPORTEMENT DES VALEURS

L'ASTREE enregistre une fois encore la meilleure performance de la semaine avec une hausse de +14% suite à de nouvelles réservations à la hausse. ASTREE a donc renforcé sa première place au palmarès des hausses du marché (+50%) mais ce qui est troublant c'est que cette hausse s'est faite sans quasiment aucun échange de titres. En effet, depuis le 4/2/08 dernière date à laquelle des échanges (747 actions) ont effectivement eu lieu sur l'ASTREE, le titre a gagné +44% par le jeu des réservations à la hausse et sans aucun échange de titres ! Un parcours à la significativité limitée donc, compte tenu du très faible niveau de liquidité de l'action : 13 actions par jour en moyenne sur les 12 derniers mois. Même si l'attribution gratuite (1 pour 1) doublera le nombre d'actions en circulation le titre ASTREE devrait demeurer l'un des moins actifs de la cote.

Plus fortes hausses :

ASTREE	+14,1%
ATTIJARI BANK	+3,0%
SOMOCER	+1,9%
UBCI	+0,9%
STAR	+0,8%
BT	+0,6%
EI WIFACK LEASING	+0,5%
SIPHAT	+0,4%
ADWYA	+0,3%
MAGASIN GENERAL	+0,03%

Plus fortes baisses :

SPDIT	-3,4%
SOTETEL	-3,3%
ATTIJARI LEASING	-2,8%
ELECTROSTAR	-2,5%
ASSAD	-2,0%
BH	-2,0%
TUNISIE LEASING	-1,8%
SOTUMAG	-1,6%
ICF	-1,5%
SOTRAPIL	-1,3%

Plus forts volumes (DT) :

STB	1 875 245
TUNISIE LEASING	1 197 936
BT	822 880
BH	670 906
SFBT	546 143
SOTUVER	295 650
STAR	283 984
ATTIJARI BANK	223 893
ADWYA	216 888
BIAT	197 718

Pour ce qui est des baisses, la SPDIT affiche un recul de -3,4% sans doute lié à la publication d'un bénéfice 2007 en baisse de -10% à 7,6MDT pour le fonds d'investissement du groupe SFBT. La baisse du bénéfice est principalement le fait d'une diminution des reprises de provisions qui sont le reflet du moins bon contexte boursier enregistré en 2007 (+12% pour Tunindex) par rapport à 2006 (+43% pour Tunindex) ; sachant que la SPDIT possède dans son portefeuille une exposition de l'ordre de 17MDT sur le marché action. La décision d'augmenter la distribution de dividende de +9% à 0,300DT/action, qui sera votée lors de l'AGO convoquée pour le 17/4, devrait permettre au titre de retrouver l'intérêt des investisseurs à la recherche de bons rendements en dividende. Le titre SPDIT offre en effet un dividend yield de 5,3% contre une moyenne de 3,4% attendue pour le marché au titre de l'exercice 2007.

IDEE INVESTISSEMENT

Profitez de la pression à la vente ressentie sur le marché et liée aux besoins de libérer des liquidités pour répondre à l'opération ARTES pour ramasser les bonnes valeurs de la cote à bon prix.

Nos recommandations comportent 7 achats forts « **ACHETER +** » et 15 « **ACHETER** » qui sont listés ci-dessous :

BH	ACHETER +
BT	ACHETER +
CIL	ACHETER +
TUNISIE LEASING	ACHETER +
ASSAD	ACHETER +
TPR	ACHETER +
MONOPRIX	ACHETER +

AMEN BANK	ACHETER
ATB	ACHETER
BIAT	ACHETER
UBCI	ACHETER
STAR	ACHETER
ATL	ACHETER
TUNINVEST	ACHETER
AIR LIQUIDE	ACHETER
ICF	ACHETER
SOMOCER	ACHETER
EI MAZRAA	ACHETER
ADWYA	ACHETER
MAGASIN GENERAL	ACHETER
TUNISAIR	ACHETER
SIMPAR	ACHETER

Contacts :		Tel	Fax	E-mail
Hédi Ben Chérif	Directeur de la Recherche	(216) 71 845 232	(216) 71 846 522	hedi.bencherif@axiscapital.com.tn
Aïda Cammoun	Analyste financier			aida.cammoun@axiscapital.com.tn
Nidhal Bouderbala	Directeur Commercial	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	nidhal.bouderbala@axiscapital.com.tn
Ichrak Bannour	Responsable Gestion Bourse			ichrak.bannour@axiscapital.com.tn
Nadia Ben Amara	Chargée de clientèle			nadia.benamara@axiscapital.com.tn
Monia Ben Amor	Chargée de clientèle			monia.benamora@axiscapital.com.tn
Sadri Dallagi	Chargée de clientèle			sadri.dallagi@axiscapital.com.tn

Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être fiables.

Aucune garantie n'est néanmoins donnée quant à l'exactitude de ces informations

PALMARES 2008
Performance 2008 YTD

1	ASTREE	+50,4%
2	ATTIJARI BANK	+27,0%
3	STAR	+27,0%
4	MONOPRIX	+20,2%
5	BH	+19,9%
6	STIP	+17,8%
7	ASSAD	+12,4%
8	BT	+11,6%
9	TPR	+11,6%
10	TUNISIE LEASING	+9,8%
11	SOTUVER	+9,6%
12	MAGASIN GENERAL	+8,7%
13	ATL	+8,2%
14	UBCI	+7,8%
15	AIR LIQUIDE	+7,2%
16	CARTE	+6,1%
17	CIL	+5,7%
18	AMEN BANK	+5,3%
19	ALKIMIA	+4,5%
20	PLAC.TSIE	+4,5%
21	ATB	+3,7%
22	TUNISIE LAIT	+2,8%
	TUNINDEX	+2,6%
23	SIMPAR	+1,6%
24	BTE(ADP)	+1,5%
25	EI MAZRAA	+1,3%
26	EI WIFACK LEASING	+0,8%
27	ICF	+0,0%
28	TUNINVEST	+0,0%
29	TUNINVEST	+0,0%
30	STEQ	-3,2%
31	ADWYA	-4,1%
32	GIF	-4,5%
33	KARTHAGO AIRLINES	-5,0%
34	BIAT	-5,3%
35	BNA	-6,1%
36	SFBT	-7,6%
37	SIAME	-8,2%
38	SOTUMAG	-8,6%
39	ESSOUKNA	-10,4%
40	TUNISAIR	-10,5%
41	SIPHAT	-11,5%
42	SOTRAPIL	-12,1%
43	ELECTROSTAR	-14,0%
44	SITS	-14,1%
45	UIB	-14,2%
46	ATTIJARI LEASING	-14,8%
47	SOMOCER	-15,6%
48	STB	-16,4%
49	SPDIT	-17,4%
50	SOTETEL	-32,5%

Volume 2008 (000 DT)

	TUNINDEX	157 459
1	BT	26 793
2	BH	20 219
3	SFBT	9 753
4	TPR	9 633
5	SOMOCER	9 491
6	STAR	9 027
7	TUNISIE LEASING	5 748
8	STB	5 540
9	ATTIJARI BANK	5 507
10	TUNISAIR	5 026
11	ATB	4 225
12	MONOPRIX	3 876
13	SOTETEL	3 698
14	ATL	3 308
15	BNA	3 251
16	CIL	3 136
17	BIAT	3 030
18	AMEN BANK	2 694
19	ADWYA	2 229
20	MAGASIN GENERAL	1 756
21	SIMPAR	1 748
22	UIB	1 615
23	TUNINVEST	1 550
24	SPDIT	1 513
25	SOTRAPIL	1 440
26	SIAME	1 290
27	ASSAD	1 288
28	SOTUVER	1 214
29	ELECTROSTAR	1 172
30	EI WIFACK LEASING	1 014
31	BTE(ADP)	817
32	UBCI	793
33	SITS	731
34	GIF	686
35	ESSOUKNA	681
36	SIPHAT	467
37	ICF	329
38	SOTUMAG	275
39	STEQ	140
40	KARTHAGO AIRLINES	140
41	CARTE	124
42	AIR LIQUIDE	109
43	ASTREE	82
44	PLAC.TSIE	76
45	ALKIMIA	72
46	EI MAZRAA	57
47	ATTIJARI LEASING	51
48	STIP	37
49	TUNISIE LAIT	7
50	PALM BEACH	0

ARTES - LES 4 COINS DU LOSANGE : LEADERSHIP, CASH POSITION, RENTABILITE & DIVIDEND YIELD

OFFRE PUBLIQUE DE VENTE

ARTES regroupe trois sociétés du groupe MZABI spécialisées dans le secteur automobile : vente de pièces, production de composants et surtout concession des marques RENAULT et NISSAN. Grâce à la marque RENAULT, ARTES détient la plus forte part du marché des véhicules particuliers à 24% fin 2006. Un marché de l'automobile tunisien marqué par le contingentement de l'offre avec pour conséquence une demande structurellement supérieure à l'offre. Une activité à forte rentabilité et un faible profil de risque (trésorerie fortement excédentaire) avec de bonnes perspectives de croissances : (1) bon positionnement de la marque RENAULT sur le marché et (2) potentiel des marques complémentaires : NISSAN, DACIA ou encore LADA qui sont également dans le giron de RENAULT.

Secteur	Distribution Automobile	Nombre de titres offerts	7 695 900 titres
Nombre d'actions	25 500 000 titres	Prix proposé	10,330 DT
Flottant	30.2%	Jouissance en dividende	1 ^{ER} JANVIER 2007
Capitalisation boursière	263.4 MDT	Période de souscription	17 MARS– 28 MARS 2008

POINTS CLEFS

STRUCTURE DU CAPITAL APRES L'OPF :

GROUPE MZABI : 60.4%

ETRANGERS STRATEGIQUES : 9.4%

PUBLIC : 30.2%

- ARTES et le leader du marché de l'automobile en Tunisie avec notamment la marque RENAULT
- Un marché de l'automobile fortement réglementé et contingenté où l'insuffisance de l'offre est structurelle
- L'entité introduite est le pôle automobile du groupe MZABI qui comprend notamment les concessions RENAULT & NISSAN.
- Un pôle qui réalise un CA consolidé de 171MDT et un bénéfice de 23MDT en 2007.
- Un groupe à la rentabilité élevée : marge nette de 13% qui se compare favorablement à ses pairs
- Une solidité financière imposante : 85MDT de trésorerie positive
- Une forte rentabilité des fonds propres : ROE de 33%
- Une valorisation attractive : P/E 2007 de 11.5x décoté par rapport au marché de 13% à 14%.
- Une valeur de rendement : Yield 2007 de 7.6% contre une moyenne du marché de 3.4%. Un dividende 2007 qui sera perçu par les nouveaux actionnaires dans quelques semaines
- Une offre de taille conséquente, dont une part significative sera placée auprès des investisseurs locaux compte tenu de la limitation à 30% de la participation étrangère
- Une opération qui devrait faire franchir un pallier au marché tunisien en terme de profondeur de l'investissement local

NOUS RECOMMANDONS DE SOUSCRIRE A L'OPF

RENSEIGNEMENTS SUR L'OFFRE PUBLIQUE DE VENTE

Nature de l'opération : Introduction en bourse par la diffusion dans le public de 7 695 900 actions de nominal 1 DT, et ce par le biais de :

- une Offre à Prix ferme (OPF) de 4 125 900 actions représentant 16,18% du total des actions offertes,
- un Placement Garanti auprès d'institutionnels étrangers non-résidents de 3 570 000 actions représentant 14% du total des actions offertes. Le Placement Garanti sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'OPF.

Au cours de la période de l'offre, 2 402 100 actions ARTES représentant 9,42% du capital de la société feront l'objet d'un Placement Privé auprès d'institutionnels étrangers non-résidents. Ce placement sera réalisé aux mêmes conditions de prix que le Placement Garanti et l'OPF.

Les investisseurs étrangers non-résidents sont autorisés à acquérir des actions ARTES à hauteur de 30% du capital de la société.

Prix d'émission : le prix de l'action ARTES a été fixé à 10,330 DT aussi bien pour l'OPF que pour le Placement Garanti.

Période de validité de l'offre : L'OPF des titres est ouverte au public du 17/03/2008 au 28/03/2008 inclus. La réception des ordres dans le cadre du Placement Garanti se fera à partir du 17/03/2008. Le Placement Garanti sera clos au plus tard le 28/03/2008 inclus.

Catégories et mode de satisfaction des titres :**a/ OPF**

7 catégories d'ordres d'achat seront offertes dans le cadre de l'OPF :

- ✓ Catégorie A : Ordres réservés aux institutionnels étrangers, désirant acquérir au minimum 120 001 et au maximum 765 000 actions, autres que ceux manifestant leurs intentions d'acheter des actions ARTES dans le cadre du Placement Garanti et du Placement Privé
- ✓ Catégorie B : Ordres réservés aux institutionnels Tunisiens autres que les OPCVM (SICAV et FCP) désirant acquérir au minimum 50 000 actions et au maximum 841 500 actions
- ✓ Catégorie C : Ordres réservés aux OPCVM (SICAV et FCP) désirant acquérir au minimum 25 000 actions et au maximum 255 000 actions
- ✓ Catégorie D : Ordres réservés aux personnes physiques et/ou morales étrangères & tunisiennes désirant acquérir au minimum 10 000 actions et au maximum 127 500 actions
- ✓ Catégorie E : Ordres réservés aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes désirant acquérir au minimum 1000 actions et au maximum 9999 actions
- ✓ Catégorie F : Ordres réservés aux personnes physiques et/ou morales tunisiennes sollicitant une quantité inférieure ou égale à 999 actions
- ✓ Catégorie G : Personnel de la société ARTES

Pour les catégories A, B, C, D, E et G, le taux d'allocation sera déterminé par le rapport quantité demandée/quantité offerte. Pour la catégorie F, les demandes de souscriptions seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie E puis à la catégorie F puis à la catégorie B puis à la catégorie C.

b/ Placement Garanti

Dans le cadre du Placement Garanti, 3 570 000 actions ARTES représentant 14% du capital de la société seront offertes à des institutionnels étrangers non-résidents.

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital de la société soit 1 275 000 actions.

Intermédiaire en bourse chargé de l'opération : FINA CORP est l'intermédiaire en bourse chargé de l'admission. Il est également l'intermédiaire introducteur et évaluateur.

Contrat de liquidité : Les initiateurs de l'offre se sont engagés à consacrer 6MDT et 600 000 actions pour alimenter un contrat de liquidité qui aura une durée d'une année à partir de la date d'introduction en Bourse des actions ARTES. Ce contrat a été confié à FINA CORP.

Avantage fiscal :

La réalisation de cette opération (placement de 30,18% du capital auprès du public) permettra à la société de bénéficier d'un taux d'impôts sur les sociétés réduit à 20% pour une période de 5 ans à partir de la date de son introduction en bourse.

DESCRIPTION DE L'ACTIVITE

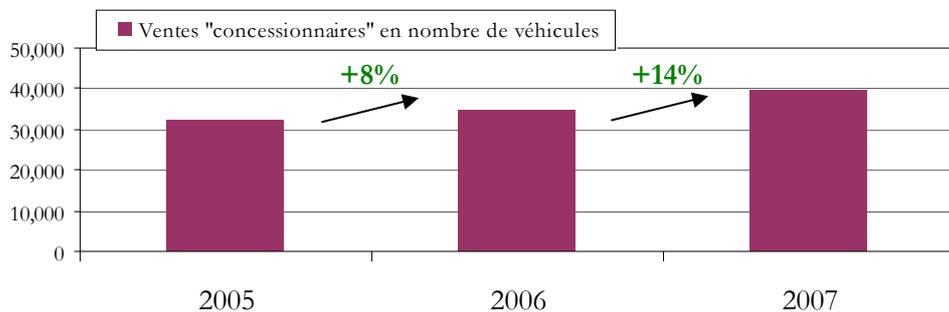
- ARTES a pour objet la vente en détail des véhicules neufs, des pièces de rechanges et du service après vente de la marque RENAULT. Elle fait partie de l'un des plus grands groupes privés du pays le groupe MZABI, qui opère dans 5 secteurs d'activité : l'industrie, la finance, la promotion immobilière, le tourisme et le commerce. Lorsque RENAULT Tunisie qui était une filiale de RENAULT France a été rachetée par le groupe MZABI en 1997, la société était déficitaire. Aujourd'hui, elle réalise un bénéfice de 20MDT.
- L'entité faisant l'objet de l'introduction en bourse est donc le pôle automobile du groupe MZABI composé principalement de ARTES SA qui commercialise essentiellement des véhicules particuliers, des pièces de rechanges et les services de réparation et d'entretien de la marque RENAULT. Le périmètre comprend également les trois filiales de ARTES SA à savoir :
 1. ARTEGROS – spécialisée dans la vente en gros de pièces de rechange des marques représentées par ARTES,
 2. ADEV – concessionnaire de la marque NISSAN et
 3. AUTRONIC – qui produit des équipements électroniques destinés à l'export.

Brève description du secteur de la distribution automobile en Tunisie

- Un secteur fortement réglementé. La distribution automobile en Tunisie est marquée par l'absence de production locale de véhicules particuliers, par une forte taxation à l'importation des véhicules et par une politique de contingentement de ces importations. Chaque marque représentée en Tunisie dispose en effet de quotas annuels d'importation de véhicules qui dépendent notamment du volume d'investissement et des achats d'équipements qu'il réalise en Tunisie.
- Dans le cas d'ARTES, l'important volume d'exportation d'équipements électroniques réalisés par AUTRONIC en partenariat avec la multinationale « Johnson Controls » permet à ARTES d'obtenir le plus important quota d'importation du marché.
- Du fait de la limitation volontaire de la disponibilité de véhicules, la demande d'automobile est structurellement supérieure à l'offre en Tunisie. Le taux de croissance affiché dans ce contexte de limitation de l'offre ne reflète donc pas le potentiel réel du marché de l'automobile en Tunisie.
- Une demande qui s'adresse au circuit « formel » de distribution au travers des concessionnaires officiels, mais aussi au marché « parallèle » qui fournit près de 30% des véhicules achetés. Ce marché informel est alimenté par les véhicules importés sous le régime du droit au retour (« FCR » à droits de douane réduits) et revendus de particulier à particulier. Un marché informel qui tend toutefois à s'organiser avec le développement de revendeurs devant répondre à un cahier des charges spécifique et auprès desquels sont revendus des véhicules importés sous le régime du « FCR ».
- Un marché de l'automobile qui a enregistré d'importantes mutations ces 10 dernières années avec la privatisation des concessionnaires automobiles publics, des mouvements capitalistiques au sein des concessionnaires privés et l'entrée de nouvelles marques sur le marché.

Taille du marché de l'automobile et ses principaux acteurs

- Le parc automobile Tunisien est estimé à 1,250,000 véhicules fin 2007 et il devrait atteindre 1,500,000 véhicules en 2010. Le taux d'équipement des ménages en véhicules est estimé à 21%.
- Le volume des ventes des véhicules neufs a enregistré un taux de croissance de 19% sur la période 2002-2006 (soit +4.5%/an en moyenne) pour atteindre un volume de 50,672 véhicules vendus en 2006. Parmi ces ventes le segment sur lequel se positionne ARTES est celui du véhicule de première immatriculation (auprès des concessionnaires) qui représente près de 70% des ventes de véhicules particuliers. Ce segment enregistre une croissance plus rapide : +24% entre 2005 et 2007 soit +11.2% par an en moyenne.



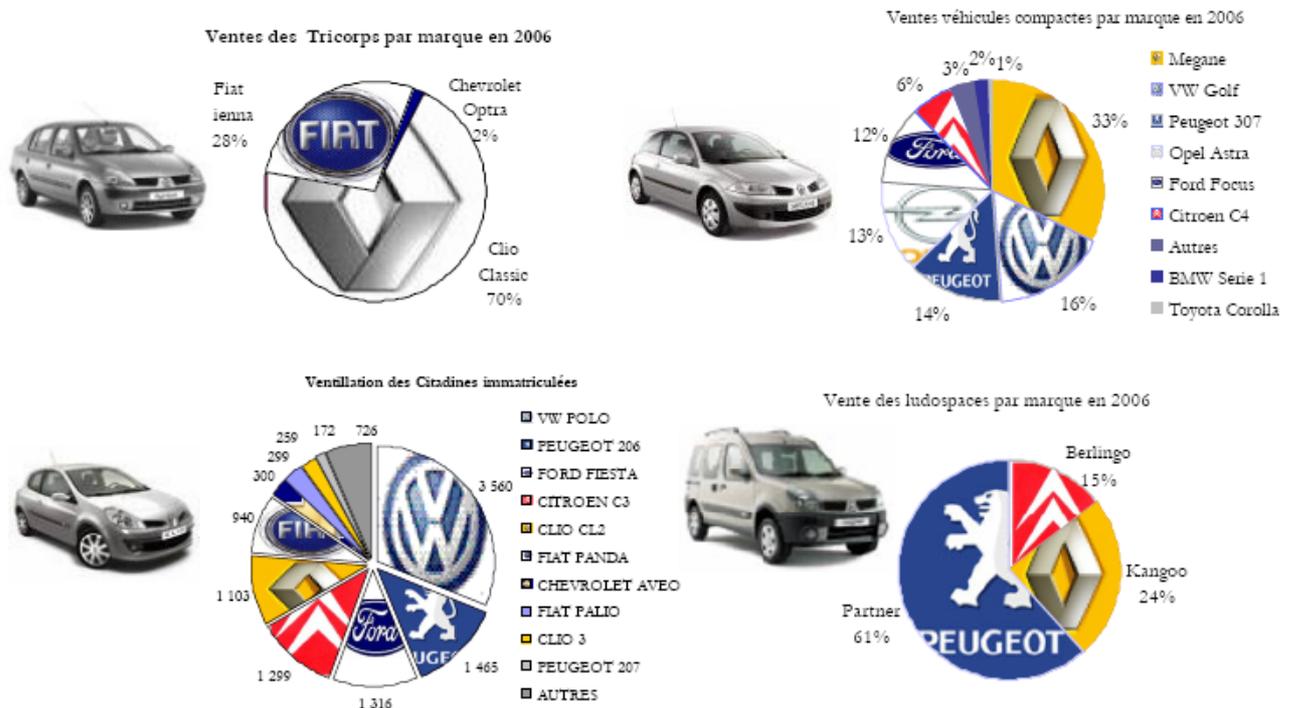
- Le recours aux concessionnaires officiels pour l'acquisition de véhicules neufs s'est développé ces dernières années, suite à l'évolution de la législation (réduction des tarifs douaniers) et à la réorganisation du secteur → la plupart des concessionnaires sont désormais propriété de grands groupes privés diversifiés qui disposent d'une bonne envergure financière. En 2007, plus de 80% du marché des ventes concessionnaires ont été réalisées par les enseignes suivantes :
 - ARTES marques RENAULT-NISSAN : Groupe MZABI
 - ENNAKL marques VOLKSWAGEN-AUDI : Groupe EL MATERI
 - STAFIM marque PEUGEOT : PEUGEOT France (34% du capital)
 - AURES marque CITROEN : Groupe LOUKIL
 - LE MOTEUR marques FIAT & MERCEDES : Groupe MABROUK
 - ALFA marque FORD : Groupe TRABELSI

Positionnement de ARTES sur son marché

- Grâce à la marque RENAULT, ARTES dispose de positions fortes sur les principaux segments du marché tunisien du véhicule neuf. En effet 3 catégories de véhicules se taillent la part du lion du marché, il s'agit :
 - du segment « Citadine » (ex. VW Polo, Renault Clio) → plus de 40% des ventes
 - du segment « Tricorps » (ex. Renault Clio Classic, FIAT Sienna) → près de 25% des ventes
 - du segment « Compact » (ex. Renault Megane, VW Golf) → près de 15% des ventes

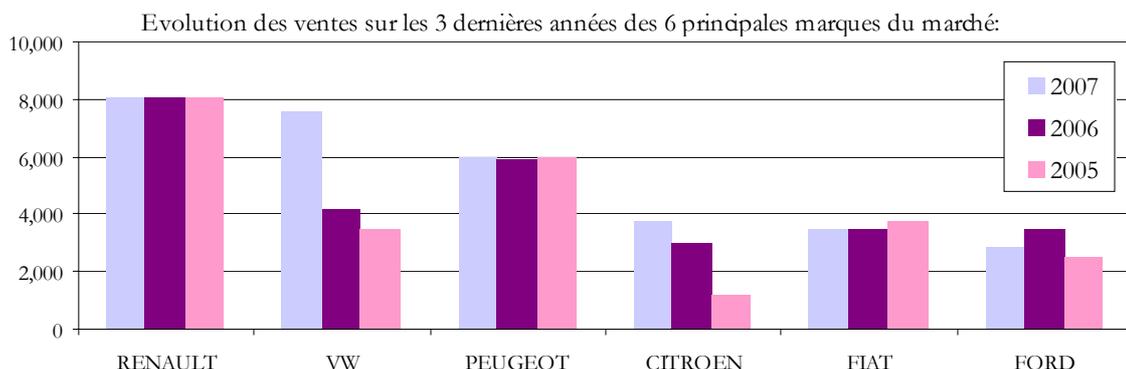
Dans ces 3 principaux segments qui représentent 80% des ventes de véhicules neufs, RENAULT se situe en bonne place.

Positionnement sur les segments



Source : FINACorp

- Un bon positionnement de la gamme RENAULT qui n'a cessé d'évoluer favorablement sur les 4 dernières années. A noter toutefois la forte montée en puissance des ventes de VW qui talonnent désormais les ventes de RENAULT depuis la privatisation de la société ENNAKL.



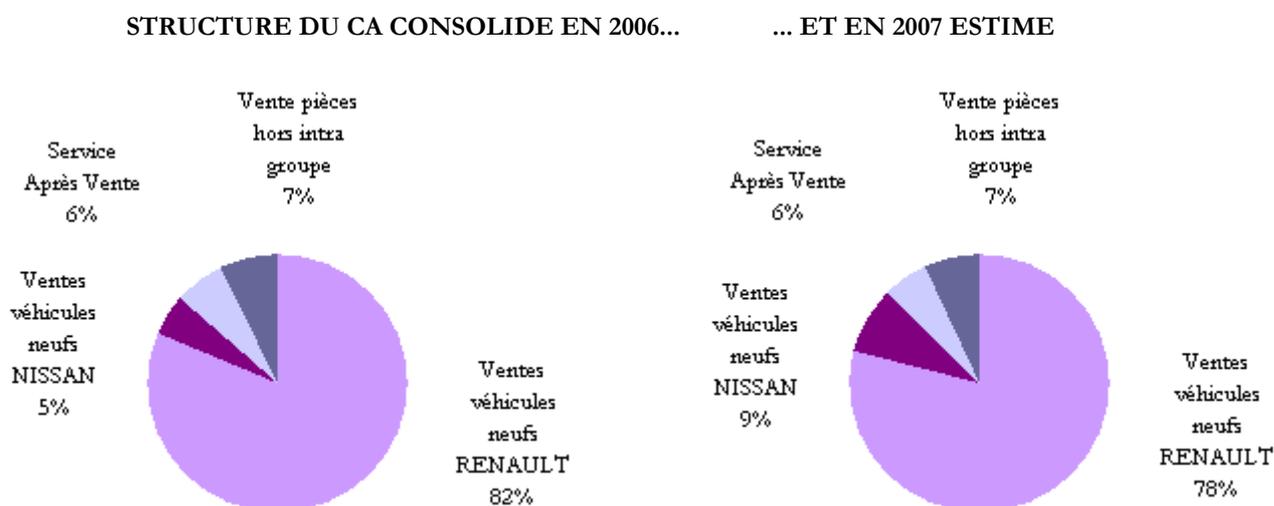
- Pour ce qui est du positionnement de NISSAN, ses ventes connaissent une forte progression en 2007 avec notamment trois fois plus (150) de véhicules vendus sur le segment des fourgonnettes de transport en commun (« louages »). Concernant les SUV, avec 145 véhicules vendus en 2007 les trois modèles commercialisés par ARTES (Patrol, X-Trail, Murano) cumulent 27% du marché en deuxième position derrière TOYOTA.

La stratégie et les perspectives d'avenir de ARTES

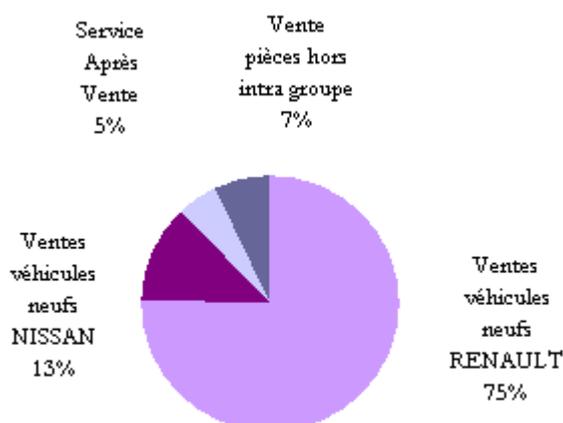
- La société poursuit plusieurs objectifs :
 - demeurer le leader de la distribution automobile en Tunisie
 - offrir une qualité de services qui permette de se démarquer de la concurrence et miser sur l'innovation (exemples : offres de financement, contrats d'entretien)
 - agir sur tous les segments automobiles pour toucher toutes les catégories socioprofessionnelles
 - saisir les opportunités liées à la libéralisation du secteur automobile.
- La stratégie mise en œuvre s'appuie naturellement sur le développement de la gamme de produits proposée par le groupe RENAULT-NISSAN. L'accent sera notamment mis sur le développement des marques autres que RENAULT.
- Mieux positionner la marque NISSAN sur le marché avec le lancement dès 2008 de 3 nouveaux modèles : Qashqai (second semestre 2008), Nouvelle X-TRAIL (S2 2008) et Navara.
- Aussi, à moyen terme ARTES pourra également positionner sur le marché tunisien les autres marques de son partenaire avec notamment le lancement de la voiture low-cost de DACIA : la Logan. Une voiture qui sera produite au Maroc et dont la commercialisation en Tunisie pourra s'inscrire dans les accords de libre échange d'Agadir ce qui rendra son prix encore plus compétitif.
- ARTES aura également l'opportunité de commercialiser sur le marché tunisien la marque LADA récemment acquise par le groupe RENAULT ; la marque INFINITY et sa gamme de voitures de luxe ainsi qu'une marque chinoise qui fait également partie du portefeuille du groupe.
- Il paraît clair que ARTES dispose d'une gamme de produit assez complète et bien adaptée au marché tunisien qui devrait lui permettre de se maintenir parmi les leaders du marché dans les années à venir.

PERFORMANCES FINANCIERES DU GROUPE, REALISATIONS & PERSPECTIVES**Un chiffre d'affaires logiquement dominé par les ventes de voitures**

- En 2006, ARTES (groupe) a réalisé un CA de près de 150MDT composé à 87% de ventes de véhicules neufs.



- En 2007, les estimations du management affichent une croissance de +15% du CA consolidé à plus de 171MDT. Cette croissance de plus de 20MDT a été alimentée principalement par la commercialisation des véhicules NISSAN dont les ventes ont quasiment doublé comparativement à 2006 : +94% à 14,8MDT.
- Sur la période de projection du business-plan (jusqu'en 2011), les objectifs du management sont de hisser le CA à plus de 280MDT à l'horizon 2011, soit une progression de +87% sur 5 ans (2006-2011) et un taux de croissance annuel moyen de +13%. Cette dynamique devrait maintenir la position de leader de ARTES sur son marché.

STRUCTURE DU CA CONSOLIDE EN 2011E

Des niveaux de marges très confortables

- Le groupe affiche des niveaux de rentabilité très confortables. La marge nette réalisée par le groupe ARTES en 2006 a été de 13%, des niveaux qui se comparent favorablement aux autres acteurs du secteur. Les autres distributeurs au positionnement relativement proche de celui de ARTES affichent des niveaux de marge nette de l'ordre de 5% à 7% (Le Moteur, STAFIM).

Marges	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Marge brute	27,311	31,645	36,765	42,195	49,246	55,286
Taux de MB	18%	18%	19%	19%	20%	20%
Marge op. ou Marge d'EBIT	14%	15%	15%	15%	16%	16%
Marge d'EBITDA	15%	15%	15%	15%	16%	16%
Marge nette	13%	13%	13%	14%	14%	14%

- Dans un contexte de renchérissement de l'Euro comparativement au Dinar, la politique de répercussion systématique de la hausse des prix d'achat des véhicules et des pièces de rechanges importées permet de maintenir les marges du groupe. Cette répercussion mécanique n'a pas d'effet sur la demande du fait du déséquilibre du marché de l'automobile où l'offre demeure insuffisante.
- Toutefois, à plus long terme la question de la pérennité de ces niveaux de marges se posera dans un contexte où la déréglementation du marché devrait progressivement s'accroître. Une déréglementation qui devrait toutefois s'accompagner de la disparition du contingentement : moins de marge mais probablement plus de volume.

Une structure financière extrêmement saine

- Le Bilan du groupe ARTES affiche une trésorerie fortement excédentaire. En 2007, et malgré la distribution exceptionnelle de plus de 40MDT de dividendes au titre de l'exercice 2006, la groupe affiche une trésorerie excédentaire de plus de 85MDT.
- Cet excédent, qui est représentatif des métiers de la distribution, est généré par un BFR fortement négatif du fait que les paiements des clients se font cash (voire par avance) tandis que les fournisseurs sont payés à terme.

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Client en jours de CA	19	16	16	16	16	16
Stocks en jours de CA	59	55	50	45	41	38
Fournisseurs en jours de CA	135	118	117	117	116	116
BFR (négatif = ressource) en KDT	-23,056	-22,523	-28,011	-33,761	-40,980	-48,174

Une forte rentabilité des fonds propres : 33% en 2007

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Total des capitaux propres avant affectation	89,138	70,348	75,888	90,082	107,353	126,381
Intérêts minoritaires	153	326	562	891	1,356	1,927
Résultat net de l'ensemble consolidé	19,732	23,287	25,777	29,786	35,069	39,827
ROE	22%	33%	34%	33%	32%	31%

- ARTES dispose déjà d'une position cash confortable. Cette situation justifie le niveau élevé de distribution réalisé et envisagé par la société : le prospectus évoque une politique de distribution de 80% des résultats à partir de 2008. Ce niveau élevé de distribution du bénéfice limite l'évolution des fonds propres de la société et contribuera à entretenir un niveau élevé de ROE.

VALORISATION DU TITRE ARTES

- L'introduction de ARTES sera réalisée par cession de titres. Le groupe ne s'introduit pas sur le marché pour lever des fonds, il dispose déjà d'une trésorerie abondante et d'une capacité d'endettement intacte si le besoin s'en fait ressentir.
- Les motivations de la mise sur le marché de ARTES ont été explicitées comme étant la volonté des propriétaires du groupe d'ouvrir leur capital à des partenaires stratégiques, de faire progresser le groupe en matière de transparence de qualité de gouvernance et de notoriété et aussi, de bénéficier de l'avantage fiscal offert aux sociétés qui s'introduisent (réduction du taux d'IS à 20%).
- Avec une capitalisation boursière initiale de plus de 263MDT, ARTES sera l'une des 3 plus grosses capitalisations hors bancaires derrière la SFBT (755MDT) et quasiment à égalité avec Tunisair (277MDT).
- La valorisation du groupe ARTES a été effectuée sur la base des méthodes suivantes :
 1. La méthode des comparables (multiples d'EBITDA)
 2. La méthode des DCF
 3. La méthode du Goodwill
- Synthèse des trois méthodes utilisées :

Méthode de valorisation	Fourchette de valorisation en MDT	Fourchette de prix par action en DT
Multiples d'EBITDA	215,2 - 313	8,4 - 12,28
DCF	280,1 - 320,1	11 - 12,6
Goodwill	185,3 - 296,8	7,3 - 11,6

- L'évaluateur a retenu la fourchette commune à ces trois intervalles de prix. La valorisation retenue est la moyenne des deux limites de cette fourchette commune, soit 11,408DT par action (291MDT au total). **Le prix de l'action a été fixé à 10,330DT, soit une décote de 9,4% par rapport à sa valeur** telle que dégagée par les méthodes ci-dessus.
- Un élément important à souligner est que le cours d'introduction comprend le dividende 2007 qui est encore attaché à l'action. Les investisseurs auront en effet **droit au dividende 2007** qui sera détaché dans quelques semaines. Ce dividende est annoncé à 0,784DT/action ce qui constitue une sorte de cash-back pour les investisseurs de près de 7,6% de leur mise quelques semaines après leur investissement.
- Pour ce qui est des ratios de valorisation, ceux-ci se situent selon nous à des niveaux intéressants. Des niveaux décotés par rapport au marché en matière de P/E. Un rendement en dividende nettement supérieur à la moyenne du marché. Seul le P/B affiche une surcote par rapport au secteur de la distribution coté.

	P/E 2007E	P/E 2008E	Dividend YIELD 2007E	Dividend YIELD 2008E	P/B
ARTES	11.5	10.2	7.6%	7.8%	5.2
Secteur Distribution	13.3	12.4	3.0%	3.2%	3.5
Marché	13.3	11.9	3.4%	3.7%	1.6

- Pour ce qui est des comparaisons avec des sociétés cotées étrangères, le choix des concessionnaires automobiles marocains cotés à la bourse de Casablanca paraît le plus judicieux. Il nous semble qu'il faut néanmoins appréhender les ratios de valorisation de ces titres de manière relative à la valorisation de leur marché. Les deux titres cotés en question sont AUTO NEJMA (représentant MERCEDES) et AUTO HALL (FORD MITSUBISHI).

	P/E 2007E	P/E 2008E	Dividend YIELD 2007E	Dividend YIELD 2008E	P/B
AUTO NEJMA	23.9	24.4	2.8%	2.7%	8.1
AUTOHALL	8.7	16.6	2.0%	3.5%	2.5
BOURSE DE CASA.	25.6	23.7	2.5%	2.4%	5.6
ARTES	11.5	10.2	7.6%	7.8%	5.2
RATIOS EN RELATIF A LEUR MARCHÉ					
AUTO NEJMA	93%	103%	112%	113%	145%
AUTOHALL	34%	70%	80%	146%	45%
ARTES	86%	86%	223%	212%	325%

- Là encore la comparaison souligne le fort niveau de rendement en dividende du titre ARTES.
- **La problématique de la taille de l'opération.** Beaucoup s'interrogent sur la capacité de notre marché à absorber un placement aussi important. ARTES ouvre en effet 39.6% de son capital soit plus de 104MDT mais ce montant est à répartir en 3 catégories de placement :
 1. Un placement privé pour 9.42% du capital soit près de 25MDT. Ce placement concerne des investisseurs stratégiques étrangers qui s'engagent à prendre une position sur une longue durée sur le titre.
 2. Un placement garanti pour 14% du capital soit près de 37MDT. Ce placement concerne aussi des investisseurs étrangers qui s'engagent à garder leur position au moins 9 mois.
 3. Et enfin l'OPV qui concerne 16.18% du capital soit 42.6MDT. Les investisseurs étrangers ont également accès à cette catégorie de placement mais la majeure partie devra être placée auprès des investisseurs locaux.
- L'intérêt des investisseurs étrangers pour l'opération semble fort, ces derniers sont en effet à la recherche de ce type de gros tickets d'investissement sur des sociétés solides et qui affichent des niveaux de valorisation attractifs. Toutefois, la marge de manœuvre des étrangers est limitée par le fait qu'ils ne peuvent détenir (après dérogation) plus de 30% du capital de cette société qui fait partie rappelons-le du secteur de la distribution.
- Par conséquent, les étrangers détiendront une fois le placement bouclé : $9.42\% + 14\% + 3\%$ (tranche A de l'OPF) = 26.42% ; plus ce qu'ils obtiendront dans la Tranche D à laquelle ils ont également accès. Si l'on suppose que ces derniers absorberaient la totalité de la Tranche D, ils atteindront la limite des 30% et ne pourront plus se positionner sur le marché secondaire à moins de se porter contrepartie de vendeurs eux-mêmes étrangers.
- La limitation des investisseurs étrangers signifie que le marché local devra impérativement absorber (au moins) 9.6% du capital soit plus de 25MDT. Un placement qui apparaît certes de taille significative au regard du passé (il s'agit du plus gros placement) ; mais le titre offre de nombreux arguments pour motiver les investisseurs (solidité financière, rentabilité, faible valorisation, rendement en dividende...). En absorbant un placement de cette taille, le marché montrera qu'il peut franchir un pallier en matière de profondeur et son attractivité pour les grands groupes privés s'en verra renforcée.
- **NOUS RECOMMANDONS DE SOUSCRIRE A L'OPV.**

EN KDT	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Chiffre d'affaires	149,542	171,304	197,199	221,714	251,491	280,367
Coût des ventes	122,231	139,659	160,434	179,518	202,246	225,081
Marge Brute	27,311	31,645	36,765	42,195	49,246	55,286
Frais de personnel	2,990	3,169	3,899	4,269	4,658	5,060
Autres charges d'exploitation	2,077	2,780	3,244	3,698	4,253	4,743
Résultat Brut d'exploitation	22,244	25,695	29,623	34,228	40,334	45,483
Amortissement & Provisions	725	456	512	500	680	830
Résultat d'exploitation	21,519	25,240	29,111	33,729	39,654	44,654
Charges financières nettes	115	449	539	660	820	924
Revenus financiers	2,935	3,126	3,543	4,143	5,078	6,161
Résultat financier	2,820	2,676	3,004	3,483	4,257	5,237
Autres gains ordinaires	822	2,012	1,073	1,190	1,333	1,492
Autres pertes ordinaires	97	351	403	448	498	553
Résultat avant IS	25,065	29,577	32,784	37,954	44,747	50,830
IS	5,667	6,676	7,450	8,678	10,264	11,677
Résultat des sociétés intégrées	19,397	22,901	25,333	29,276	34,483	39,153
Quote part des stés mises en équivalence	334	385	443	510	586	674
Parts des minoritaires	135	287	329	431	578	698
Résultat net consolidé	19,597	23,000	25,447	29,354	34,491	39,128
BUSINESS PLAN ISSU DU PROSPECTUS D'EMISSION DE ARTES (Comptes Consolidés avec intégration des dividendes)						
Marges	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Marge brute	27,311	31,645	36,765	42,195	49,246	55,286
Taux de MB	18%	18%	19%	19%	20%	20%
Marge op. ou Marge d'EBIT	14%	15%	15%	15%	16%	16%
Marge d'EBITDA	15%	15%	15%	15%	16%	16%
Marge nette	13%	13%	13%	13%	14%	14%
BFR	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Client en jours de CA	19	16	16	16	16	16
Stocks en jours de CA	59	55	50	45	41	38
Fournisseurs en jours de CA	135	118	117	117	116	116
BFR (néгатif = ressource) en KDT	-23,056	-22,523	-28,011	-33,761	-40,980	-48,174
Dette nette (nég = Trésorerie)	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Dette nette (nég = Trésorerie)	-68,563	-85,517	-95,699	-113,813	-137,362	-162,311
ROE	22%	33%	34%	33%	32%	31%
VALORISATION	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
ENTREPRISE VALUE	194,852	177,898	167,716	149,602	126,053	101,104
EV/CA	1.3	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4
EV/EBIT	9.1	7.0	5.8	4.4	3.2	2.3
EV/EBITDA	8.8	6.9	5.7	4.4	3.1	2.2
P/E	13.4	11.5	10.4	9.0	7.6	6.7
P/B	5.4	5.2	4.7	3.9	3.2	2.7
DIV YIELD	15%	7.6%	7.7%	8.9%	10.5%	11.9%