

Marché	
Volume de la semaine (MDt)	6.73
Capitalisation (MDt)	6 160
PER 2006e (x)	14.9

Indice	Variation hebdomadaire	3 mois	Depuis le 1 ^{er} janvier 2007	Une année glissante
Tunindex	2 494.49	-2.74%	-2.0%	+7.01%
TuVal	165.71	-2.78%	-2.1%	+6.75%

Tx Change	
1 USD / TND	1.2983
1 EURO / TND	1.7424

Performance	Depuis le 1 ^{er} janvier 2007	Une année glissante
Tunindex (Tunisie)	+7.0%	+22.5%
MASI (Maroc)	+26.2%	+68.9%
CASE 30 (Egypte)	+10.9%	+41.1%

+ Fortes Hausses

Titre	Var. Hebdo	Volume (kDt)	Clôture (Dt)	P/E 2006
▲ Amen Bank	+1.16%	57.0	26.20	7.7
▲ Wifack	+1.06%	122	6.67	14.4
▲ ATB	+0.00%	185	5.20	15.1
▲ UBCI	+0.00%	486	33.00	21.6
▲ Astree	+0.00%	94	46.68	12.1

+ Fortes Baissees

Titre	Var. Hebdo	Volume (kDt)	Clôture (Dt)	P/E 2006
▼ SPDIT	-8.19%	120	6.50	20.9
▼ SFBT	-8.10%	1 800	73.96	17.4
▼ SOTETEL	-7.04%	306	21.38	n.s
▼ GIF	-6.80%	26	3.29	13.4
▼ SIPHAT	-5.80%	36	20.80	15.4

+ Forts Volumes

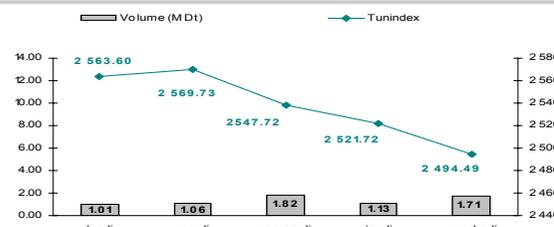
Titre	Volume (kDt)	% du volume du marché	Var. Hebdo
▶ SFBT	1 800	26.7%	-8.10%
▶ BT	583	8.7%	-3.09%
▶ UBCI	486	7.2%	+9.04%
▶ STB	389	5.8%	-2.82%
▶ SOTETEL	306	4.5%	-7.04%

Évolution Sectorielle

Secteurs	Indice	Var. Hebdo
Bancaire	127.99	▼ -1.5%
Assurance	280.60	▼ -0.3%
Leasing	175.99	▼ -1.3%
Agroalimentaire	586.77	▼ -7.6%
Production de Base	255.73	▼ -1.2%
Investissement	245.66	▼ -6.7%
Immobilier	99.84	▼ -5.2%
Distribution	159.29	▼ -0.6%
Aérien	217.68	▼ -2.3%
Composants Auto	92.90	▼ -3.3%

La tendance du marché :

♦ Le marché a montré des signes d'essoufflement cette semaine. Les plus grandes capitalisations (à savoir la SFBT et les valeurs bancaires) ont été en grande partie responsables de la chute de l'indice. Le Tunindex a clôturé la séance de vendredi en baisse de 2.74% à 2494.5 points, effaçant les gains cumulés depuis mi-janvier.
♦ Sur le marché, seules deux valeurs ont résisté à la baisse (**Amen Bank** +1.16% et **Wifack Leasing** +1.06%) et 35 valeurs ont fini dans le rouge.



Analyse des valeurs :

♦ La **SFBT** et sa filiale d'investissement **SDPIT** ont enregistré les plus fortes baisses de la semaine (environ -8%). Ces régressions s'expliqueraient par une certaine incompréhension du marché quant au projet de restructuration du groupe évoqué lors de l'AGO (voir page 2).

♦ Le manque d'informations fournies lors de l'AGO sur la privatisation a légèrement pénalisé le titre **Magasin Général** (-0.4%) (voir page 2). Même si le titre connaît une correction continue depuis février dernier, sa performance annuelle reste appréciable (10.6%), en ligne avec son concurrent **Monoprix** (12%).

♦ Alors que le marché s'appête à accueillir une société pharmaceutique (Adwya), la **SIPHAT**, société du même secteur, perd 5.8%. Par cette baisse, son parcours depuis le début de l'année plonge encore plus dans le rouge (-14.8%). La société tiendra son assemblée générale la semaine prochaine, elle devra éclairer ses actionnaires sur ses perspectives d'avenir.

♦ Toutes les sociétés qui verront le détachement de leur dividende dans les jours à venir ont 'paradoxalement' régressé: **BNA** (-5.2%), **BIAT** (-0.6%) et **La Carte** (-0.2%).

♦ La **SOTETEL** est, pour la deuxième semaine successive, fortement pénalisée pour son retard de publication. Rappelons qu'en 2006, la société a été parmi les dernières entreprises de la cote à publier ses chiffres et à tenir son assemblée générale.

♦ Toujours dans le même volet des retards de publications : **Tunisair** (-2.4%). Les comptes de la compagnie aérienne seront très attendus cette année, notamment les comptes consolidés. Ils devraient permettre de donner une idée plus claire sur ce qu'est devenu '**Tunisair le Groupe**'.

Infos Sociétés:

♦ **CMF** : Le régulateur tunisien a publié la liste des sociétés n'ayant pas encore publié leurs comptes 2006 alors que le délai réglementaire est largement dépassé (fin avril). Il s'agit de : ATB, GL, Tunisair, STIP, Sotetel et UIB.
A Signaler cependant que certaines sociétés n'ont publié que leurs comptes sociaux, ce qui ne donne pas une idée précise sur la performance 'consolidée' du groupe.

♦ **STEQ** : Le résultat net part du groupe a plus que doublé en 2006 (4.9MDt contre 2.1MDt en 2005). Cette jolie progression est essentiellement due à la plus value de 1.8MDt réalisée suite à la scission du groupe TANIT. L'exploitation reste tout de même à saluer, puisque le résultat opérationnel s'est inscrit en hausse de 50% à 3MDt. La société tiendra ses AGO et AGE la semaine prochaine pour statuer sur les comptes 2006 et le montant du dividende à distribuer.

Dividendes :

- ♦ **BNA** : 0.8Dt/action, à partir du lundi 11 juin.
- ♦ **BIAT** : 1.2Dt/action, à partir du jeudi 14 juin.
- ♦ **La Carte** : 0.8Dt/action, à partir du vendredi 15 juin.
- ♦ **SFBT** : 2.6Dt/action, à partir du mercredi 20 juin.
- ♦ **Magasin Général** : 0.5Dt/action, à partir du mardi 26 juin.

Agenda Boursier :

- ♦ **Siphat** : AGO le mardi 12 juin, à 10h, à l'IACE.
- ♦ **Assad** : AGO le mercredi 13 juin, à 10h, à l'IACE.
- ♦ **STB** : AGO le mercredi 13 juin, à 11h, à l'hôtel Acropole – Les Berges du Lac.
- ♦ **Karthago** : AGO et AGE le jeudi 14 juin, à partir de 10h, à l'hôtel Karthago à Hammamet.
- ♦ **STEQ** : AGO et AGE le jeudi 14 juin, à partir de 15h, au siège social de la société.
- ♦ **Air Liquide** : AGO et AGE le vendredi 15 juin, à partir de 9h30 au siège de la société.
- ♦ **Tunisie Leasing** : AGO le vendredi 15 juin, à 10h30, au siège de la société.
- ♦ **SOTRAPIL** : AGO le vendredi 15 juin, à 15h30, à l'hôtel Résidence.

SFBT

Dates des AGO et AGE: Mardi 05 Juin



AGO en Bref

Magasin Général

Date de l'AGO : Jeudi 07 Juin



Les performances de 2006 ont affiché une croissance en ligne avec les années précédentes : un chiffre d'affaires en hausse de 5.8% à 65.7MDt, un résultat d'exploitation en progression de 7.6% à 67.8MDt et un résultat net part du groupe de 47.5MDt (une progression à deux chiffres par rapport à 2005: +10.7%).

Le statut de quasi-monopole dont jouit la SFBT lui permet de réaliser des marges brutes très confortables (de l'ordre de 42% du CA). Ainsi, forte de sa capacité à générer du Cash (des Cash Flow de 85MDt en 2006), la SFBT dispose d'une bonne marge de manœuvre pour financer ses projets de développement. Cela a été le cas en 2005 lorsque le Groupe a entamé un nouveau projet viticole (dont la production devra être commercialisée à partir de cette année).

Par ailleurs, et faisant suite à l'annonce faite le 23 novembre 2006, la société a profité de sa réunion annuelle pour exposer les grandes lignes de l'étude entamée sur son projet de restructuration qui consistera à :

- 1- Limiter l'activité de la SFBT à la fabrication et la commercialisation de la bière,
- 2- Regrouper les activités de boissons gazeuses - actuellement exercées directement par la SFBT- dans une nouvelle structure : « SFBT Boissons Gazeuses »,
- 3- Regrouper tout le portefeuille de la SFBT dans une Holding (y compris les titres de l'entité nouvellement créée 'SFBT Boissons Gazeuses')
- 4- Introduire 10% de la Holding en Bourse.

Ce schéma de restructuration, s'il est adopté par le conseil d'administration, s'insère dans le cadre de la loi de finances 2007. Celle-ci a, en effet, introduit un dispositif très incitatif permettant de réaliser la restructuration d'un groupe de sociétés à **coût fiscal très réduit**. Ce dispositif exonère **toutes les plus values formées à l'occasion d'apports de titres à une Holding avec la condition d'introduire la Holding en bourse dans un délai ne dépassant pas une année**.

Sur le plan boursier, en dépit de la hausse enregistrée depuis le début de l'année (+41.7% à 73.960Dt) et du niveau de valorisation atteint (un P/E 07e de 15.5x les bénéfices contre 13x pour le marché), nous maintenons notre opinion « **Acheter** » sur le titre. Notre recommandation se base fondamentalement sur la qualité intrinsèque de la SFBT et sur son potentiel de développement.

Les chiffres de 2006 ont été en deçà des attentes : le résultat net n'a été que de 1.9MDt (contre 3.2MDt en 2005) et ce, malgré la progression du chiffre d'affaires (+12% à 171MDt). Cette performance à contre sens s'explique par les raisons suivantes :

- 1 - La concurrence** : Dans un contexte concurrentiel de plus en plus rude, Magasin Général a dû réduire ses prix pour maintenir un bon niveau de compétitivité. Ceci s'est directement répercuté sur les marges commerciales qui ont perdu plus de 100 points de base (passant de 16.3% à **15% en 2006**).
- 2- Le plan de rénovation de l'enseigne** : Le plan de rénovation du réseau a porté sur 21 magasins en 2006, pesant sur les dépenses opérationnelles (charges d'amortissements + frais divers).
- 3 - Les charges de personnel** : L'enseigne peine encore à compresser ses charges de personnel, qui représentent actuellement 10% du CA (contre 5% pour Monoprix 1). Les difficultés de l'enseigne publique à économiser au niveau des salaires sont essentiellement dues à son statut 'étatique' qui restreint son champ d'action en matière de gestion de ressources humaines.

La conjugaison de tous ces éléments a fait que le résultat opérationnel a baissé de 69% à 0.9MDt et le résultat net de 38% à 1.9MDt.

Pour 2007, le management prévoit de réaménager 23 points de vente et table sur un CA de 189MDt (+11%). Le bénéfice net devra se situer, selon nos estimations, à 3.4MDt. Bien entendu, à ce stade, ces prévisions peuvent être altérées par le processus de privatisation. D'ailleurs, à ce sujet, le management n'a pas donné beaucoup de détails lors de la réunion, précisant juste que « le projet suit son cours normalement ».

D'un point de vue valorisation, le titre a suscité beaucoup de spéculations depuis l'annonce de la privatisation (en novembre 2006) : il a atteint un pic de 37Dt (le 21 février) pour retomber actuellement à 31.4Dt. Sa performance depuis le début de l'année est de 10.6%. Lors de notre dernière étude, nous recommandions de 'conserver' le titre en attendant l'avancement de la privatisation. Nous maintenons encore cette opinion (pas encore suffisamment d'informations à ce sujet). Nous continuerons cependant de suivre cette valeur de très près pour les raisons suivantes :

- Un secteur d'activité très porteur (la grande distribution).
- Un patrimoine foncier et un réseau de magasins dense et bien localisé géographiquement
- Des niches sous-exploitées (la branche Électroménager ne représente que 23% du CA pour le moment).