

Marché	
Volume de la semaine (MDt)	6.38
Capitalisation (MDt)	6 152
PER 2006e (x)	14.9

Indice		Variation hebdomadaire	3 mois	Depuis le 1 ^{er} janvier 2007	Une année glissante
Tunindex	2 502.76	+0.33%	-4.9%	+7.37%	+27.45%
TuVal	166.29	+0.35%	-5.3%	+7.12%	+27.86%

Tx Change	
1 USD / TND	1.3060
1 EURO / TND	1.7394

Performance	Depuis le 1 ^{er} janvier 2007	Une année glissante
Tunindex (Tunisie)	+7.4%	+27.4%
MASI (Maroc)	+23.1%	+77.2%
CASE 30 (Egypte)	+9.1%	+55.4%

+ Fortes Hausses

Titre	Var. Hebdo	Volume (kDt)	Clôture (Dt)	P/E 2006
▲ SOTETEL	+10.66%	458.1	23.66	n.s
▲ STB	+8.04%	575	11.55	11.5
▲ Tunisair	+6.92%	527	4.17	11.5
▲ STAR	+4.49%	197	16.30	1.5
▲ Magasin Général	+4.46%	148	32.80	23.3

+ Fortes Baissees

Titre	Var. Hebdo	Volume (kDt)	Clôture (Dt)	P/E 2006
▼ CIL	-4.74%	323	12.86	12.7
▼ Amen Bank	-3.74%	120	25.22	7.4
▼ Tuninvest	-3.67%	69	10.50	14.3
▼ BT	-3.19%	386	91.00	16.2
▼ TL	-2.82%	98	13.80	21.3

+ Forts Volumes

Titre	Volume (kDt)	% du volume du marché	Var. Hebdo
► SFBT	936	14.7%	-0.4%
► STB	575	9.0%	+8.0%
► TUNISAIR	527	8.3%	+9.0%
► SOTETEL	458	7.2%	+10.7%
► BT	386	6.1%	-3.2%

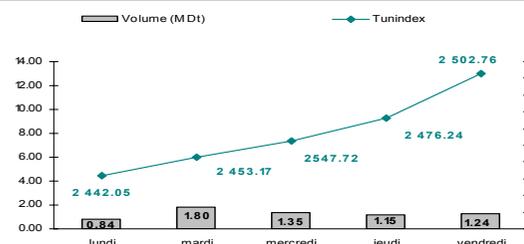
Évolution Sectorielle

Secteurs	Indice	Var. Hebdo
Bancaire	127.50	▼ -0.4%
Assurance	282.73	▲ +0.8%
Leasing	171.51	▼ -2.5%
Agroalimentaire	584.60	▼ -0.4%
Production de Base	257.90	▲ +0.8%
Investissement	250.95	▲ +2.2%
Immobilier	100.90	▲ +1.1%
Distribution	163.54	▲ +2.7%
Aérien	229.79	▲ +5.6%
Composants Auto	92.37	▼ -0.6%

La tendance du marché :

◆ Le marché a repris des couleurs cette semaine rattrapant la sévère correction enregistrée la semaine d'avant.

◆ Avec 7.4% depuis le début de l'année, la performance du marché est 3x inférieure à sa performance à la même date de l'année dernière. Les volumes de transaction sont également en net repli (1.2MDt/jour contre 2.8MDt l'année dernière).



Analyse des valeurs :

◆ La **Sotetel** a publié un résultat déficitaire de -2.6MDt. Cette régression est due à une baisse généralisée de l'activité (-16% du Chiffre d'affaires), à une détérioration de la marge brute et à une dégradation de la productivité. Paradoxalement, le titre gagne 10.7% sur le marché (meilleure performance hebdomadaire). Les actionnaires ont probablement été séduits par le communiqué publié par la société et qui prévoit une bonne année 2007 (du fait des investissements importants de Tunisie Telecom, principal donneur d'ordres de la Sotetel).

◆ **Tunisair** a également enregistré une jolie performance cette semaine (+7%). La compagnie aérienne a annoncé qu'une enveloppe de 620MDt qui serait déployée sur les 4 prochaines années pour son plan de renouvellement de flotte. Ce plan s'inscrit dans la stratégie d'ouverture de la compagnie sur les fréquences long courrier (desserte de la région du Golfe). Rappelons que la société n'a pas encore publié ses comptes et qu'elle figurait, la semaine dernière, dans la liste des sociétés signalées par le CMF pour leur retard de publication.

◆ Alors qu'on s'approche de la date butoir pour la remise des offres de la privatisation (20 juin prochain), le cours de **Magasin Général** a connu une progression significative (+4.5%). Rappelons que les 10 groupes shortlistés pour présenter leur offre sont : Monoprix, Chaïbi (Ulysse), Bayahi, Mzabi, Jilani, Mhiri, Doghri, Elloumi, Ben Ayed et Poulina.

◆ La **STB**, première banque de la place a tenu son assemblée cette semaine qui semble avoir séduit les actionnaires (+8% pour le titre) pourtant, les ratios de la banque sont en deçà des niveaux du secteur, nécessitant encore de grands efforts de provisionnement (page 2).

Infos Sociétés :

◆ **SFBT** : Suite à la réaction négative du marché au lendemain de la tenue de l'AGO de SFBT, le management de la société a publié un communiqué expliquant plus en détails les orientations stratégiques du projet de restructuration du Groupe qui consiste à :

- Limiter l'activité de la SFBT à la fabrication et la commercialisation de la bière;
 - Regrouper les activités de boissons gazeuses, actuellement exercées directement par la SFBT, dans une nouvelle structure (filiale à 100% de la SFBT);
 - Regrouper tout le portefeuille de la SFBT dans une holding (**nouvelle filiale détenue à 100% par la SFBT**)
 - Introduire 10% de la holding en Bourse, dans le cadre de l'article 31 de la loi de finance pour la gestion 2007.
- Une réunion d'information a également été fixée pour le 21 juin au siège de l'AIB afin d'éclaircir toute ambiguïté sur ce projet.

Dividendes :

- ◆ **SFBT** : 2.6Dt/action à partir du mercredi 20 juin
- ◆ **Assad** : 0.2Dt/action à partir du mardi 26 juin
- ◆ **STB** : 0.4Dt/action à partir du jeudi 28 juin
- ◆ **Karthago** : 0.150Dt/action à partir du lundi 16 juillet
- ◆ **STEQ** : 0.650Dt/action et la date de mise en paiement sera fixée ultérieurement
- ◆ **Tunisie Leasing** : 0.750Dt /action à partir du lundi 25 juin

Agenda Boursier :

- ◆ **SIAME** : AGO, le mardi 19 juin, à partir de 16h au siège de la société
- ◆ **El Mazrâa** : AGO, le mardi 19 juin, à 16h, à l'IACE
- ◆ **Amen Bank** : AGO et AGE le mardi 19 juin, à partir de 16h, au siège de la banque
- ◆ **Sotumag** : AGO le jeudi 21 juin à 10h, au siège de la société, à Bir El Kasâa.
- ◆ **SITS** : AGO et AGE la vendredi 22 juin, à partir de 10h à l'IACE
- ◆ **ATB** : AGO le vendredi 22 juin, à 11h30 à l'hôtel Résidence

AGO en Bref

STB

Date de l'AGO : 13 juin 2007

La banque a publié un résultat net de 21.9MDt en recul de près de 40% par rapport à l'exercice précédent. Au 31/12/2006, la banque a affiché un total dépôts de 3057.3MDt contre 2775.3MDt en 2005, soit une progression de 10.2%. Quant aux crédits, la banque a affiché un total de 4646.4MDt contre 4302.2 en 2005 soit une croissance de 8%. Pour ce qui est des indicateurs d'exploitation de la banque, le produit d'exploitation bancaire s'est établi à 324MDt, et le produit net bancaire s'est établi à la fin de l'exercice à 182.7MDt, enregistrant un bond de plus de 27%.

Concernant le recul conséquent du résultat de la STB en 2006, le management a attribué cela à une performance jugée exceptionnelle l'année d'avant. En effet, en 2005, la banque a bénéficié d'une plus-value sur cession de participations. Par ailleurs, la banque a subi en 2006 une charge de personnel (non récurrente) de plus de 9MDt, due à un départ à la retraite anticipée d'un nombre important d'employés.

La qualité du portefeuille de la banque est encore en deçà des moyennes affichées par le secteur. En effet, la STB a enregistré à la fin de 2006 un taux de créances classées de 32.7% contre 37.6% en 2005 et un taux de couverture de 41.5% contre 43.1% en 2005. Ces niveaux de taux sont principalement dus à une forte exposition de la banque au secteur de tourisme qui, à lui seul, représente 53% du total des créances accrochées. Le management a tout de même tenu à affirmer qu'un effort substantiel d'assainissement et de recouvrement est en train d'être fourni afin de palier à cette carence et ramener ces indicateurs aux niveaux fixés par la Banque Centrale pour 2009 (15% de créances classées et 70% de taux de couverture).

Pour ce qui est des perspectives 2007, le management prévoit une croissance de son produit net bancaire entre 10 et 12%, ce qui permettra à la banque d'afficher un résultat net aux alentours de 24MDt (hors plus-values potentielles suite aux privatisations en cours). Une enveloppe de l'ordre de 70MDt sera allouée au titre de dotations aux provisions. Malgré l'importance de ce montant, nous pensons qu'il est bien en deçà du montant nécessaire pour combler le manque de provisionnement de la banque.

Karthago

Date de l'AGO : 14 juin 2007

La compagnie aérienne a réalisé une progression de 11% de son trafic et une hausse de 24% de son chiffre d'affaires (130MDt). Mais malgré cette progression, le résultat d'exploitation a enregistré une baisse de 67% (1MDt contre 3.2MDt en 2005). Cette dégradation est due à une augmentation généralisée des charges d'exploitation, notamment le carburant (+38%); les charges de personnel (+35%) et les diverses charges opérationnelles (location d'avions, maintenance...) (+25%). Au final, le résultat net s'est inscrit dans le même rythme de baisse (-65%) à 1.7MDt contre 4.9MDt en 2005.

Pour l'année 2007, le management prévoit un redressement de l'activité et table sur un résultat net d'environ 5.5MDt. Deux éléments feraient que les choses se passeraient mieux : la progression de 25% du CA et le contrôle de la facture de carburant, la société ayant déjà mis en place un contrat de hedging courant 2007 (couverture des achats de kérosène).

Pour ce qui est des perspectives à plus long terme, celles-ci s'articuleront autour de: **(1)** la filiale égyptienne Koral Blue qui a démarré son activité en mars 2007 et **(2)** du projet de rapprochement avec Nouvelair, deuxième compagnie privée tunisienne. Ce rapprochement, qui aboutira à priori à une fusion, devrait permettre de créer des synergies importantes (économie d'échelle, effet de taille, diversification des dessertes...) surtout si les profils des deux sociétés sont comparables. Le management a semblé confiant dans ce projet et a précisé qu'il est déjà à un stade assez avancé.

Pour ce qui est de notre opinion, il nous est difficile à ce stade d'évaluer très précisément les synergies qui découleraient de la fusion avec Nouvelair. Certes, cela permettra à Karthago de mieux faire face à l'ouverture prochaine du ciel (l'union fait la force !) mais en manque d'informations, nous recommandons de **'Conserver'** le titre, surtout qu'avec le niveau de cours actuel (8.490Dt), le titre est surévalué par rapport au marché (PER 2007e = 28.3x contre 13x pour le marché)

Groupe Tunisie Leasing

Date de l'AGO : 15 juin 2007

Le Groupe a réalisé un bénéfice de 3.6MDt (contre 3.5MDt en 2005, soit une progression de 4%. Cette légère progression s'explique par le fait que le leasing en Tunisie a été impacté par une provision pour risque opérationnel de 1.150MDt et que le démarrage de MLA en Algérie a pesé sur les comptes (perte de 0.753MDt). La baisse du résultat du factoring a quant à elle été contrebalancée par une contribution des sociétés mises en équivalence, notamment les SICAR (+1MDt soit une hausse de 38%).

Les perspectives d'avenir du Groupe s'articulent essentiellement autour du projet algérien. L'activité de MLA a démarré en 2006 et le management s'est montré extrêmement positif sur le rythme de développement de cette filiale : la demande est forte, les marges confortables et le recouvrement rassurant. Quant à la LLD (qui n'est autre qu'un leasing spécialisé accompagné de services de maintenance), l'équilibre d'exploitation est prévu pour 2007 et les premiers bénéfices pour 2008.

Grâce à son relais de croissance (LLD), à son projet algérien (MLA), mais aussi à ses participations dans les fonds TFG (trois fonds recèlent une plus value latente de 15MDt), le Groupe Tunisie Leasing table sur un bénéfice presque 2x supérieur en 2008 (7MDt en 2008 et 8.6MDt en 2009). En attendant, un résultat net de 4.8MDt est prévu pour 2007 (+34%).

D'un point de vue commercial, le groupe a décidé de faire évoluer son nom sous un Brand name commun : **TLG Groupe Financier**. Ce nouveau nom sera annexé à toutes les sociétés du Groupe et aura pour rôle de véhiculer une image multi-pays/multi-produits et de faciliter l'extension des activités à d'autres branches ou d'autres pays de la région.

Sur le plan boursier, le cours se traite actuellement à un PER2007e de 15.8x, soit une surcote de 26% par rapport à ses paires (qui s'explique par les projets de développement). Malgré cette prime, nous pensons que ce niveau de valorisation ne révèle pas totalement le potentiel du Groupe (l'Algérie + le créneau 'LLD'). Nous restons donc encore à l'**Achat** sur le titre Tunisie Leasing.