

Marché	
Volume de la semaine (MDt)	4.58
Capitalisation (MDt)	5 980
PER 2006 (x)	13.5

Indice	Variation hebdomadaire	3 mois	Depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2007	Une année glissante
<b>Tunindex</b>	<b>2 438.62</b>	<b>-1.23%</b>	<b>-6.15%</b>	<b>+4.61%</b>
<b>TuVal</b>	<b>163.10</b>	<b>-1.17%</b>	<b>-5.59%</b>	<b>+5.07%</b>

Tx Change	
1 USD / TND	1.2736
1 EURO / TND	1.7399

Performance	Depuis le 1 <sup>er</sup> janvier 2007	Une année glissante
Tunindex (Tunisie)	+4.6%	+27.7%
MASI (Maroc)	+19.2%	+59.4%
CASE 30 (Egypte)	+21.7%	+57.3%

**+ Fortes Hausses**

Titre	Var. Hebdo	Volume (kDt)	Clôture (Dt)	P/E 2006
▲ CARTE	+2.75%	44.4	22.40	10.14
▲ Essoukna	+2.39%	44	4.72	12.43
▲ SOTUMAG	+2.21%	6	1.85	11.90
▲ BTE	+1.90%	26	29.96	32.67
▲ SOTUVER	+1.37%	6	13.30	n.s

**+ Fortes Baissees**

Titre	Var. Hebdo	Volume (kDt)	Clôture (Dt)	P/E 2006
▼ SOTETEL	-4.66%	55	22.50	n.s
▼ SFBT	-4.44%	484	12.90	15.19
▼ GL	-4.40%	0	7.39	n.s
▼ El Mazraa	-3.97%	0.4	12.10	11.87
▼ SOMOCER	-3.91%	1	2.70	n.s

**+ Forts Volumes**

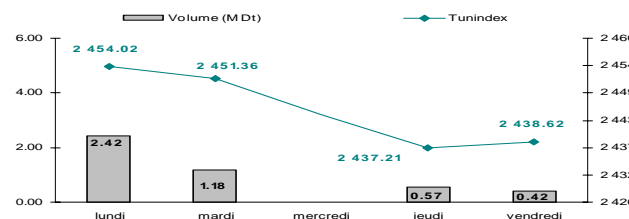
Titre	Volume (kDt)	% du volume du marché	Var. Hebdo
▶ BH	1 494	32.60%	-2.65%
▶ SFBT	484	10.56%	-4.44%
▶ ADWYA	331	7.23%	-0.93%
▶ BT	284	6.21%	-1.09%
▶ BNA	260	5.66%	-0.62%

**Évolution Sectorielle**

Secteurs	Indice	Var. Hebdo
Bancaire	125.78	▼ -0.7%
Assurance	292.66	▲ +0.4%
Leasing	169.38	▼ -0.4%
Agroalimentaire	537.40	▼ -4.3%
Production de Base	335.05	▼ -0.9%
Investissement	267.51	▼ -0.1%
Immobilier	99.89	▼ -0.4%
Distribution	167.73	▼ -0.3%
Aérien	215.46	▼ -1.0%
Pharmaceutique	117.19	▼ -0.6%
Composants Auto	89.33	▼ -1.0%

**La tendance du marché :**

♦ Dans la continuité des deux dernières semaines, l'indice a encore perdu du terrain (-1.23%) contrastant avec la qualité des indicateurs semestriels qui ont afflué sur le marché. Avec ce repli, le Tunindex retrouve son plus bas niveau depuis le 10 janvier 2007.  
♦ Abrégée d'une séance boursière (en raison de la fête nationale), le marché a totalisé un volume de 4.5MDt soit une moyenne de 1.145MDt/jour.



**Analyse des valeurs :**

♦ Alors que certaines sociétés ont déjà commencé à publier leurs indicateurs voire même leurs états financiers semestriels, encore trois sociétés de la cote n'ont pas communiqué, à cette date, leurs chiffres audités de 2006, à savoir: **STIP**, **UIB** et **GL**. Cette dernière (GL) a été lourdement sanctionnée pour son retard cette semaine, le titre reculant de 4.4% à 7.390Dt.  
♦ La plus forte baisse de la semaine revient à la **SOTETEL** qui cède 4.7% (22.5Dt). La reprise amorcée les semaines précédentes n'a pas duré longtemps pour la société de services en télécommunication. Par cette régression, la performance depuis le début de l'année a baissé à 5.1%.  
♦ Le titre **Tunisair** a accusé un recul de 1.3% et ce malgré les bons résultats publiés la semaine dernière, les perspectives annoncées par le management (voir page 2) et la décision de distribuer un dividende de 0.050Dt (après une absence de distribution de plus de 7 ans). Le parcours depuis le début de l'année s'enfonce dans le rouge (-14.8%) dans la même lignée que son concurrent **Karthago Airlines** (-11.1%).  
♦ **Essoukna** est parmi les rares valeurs à avoir résisté à la vague baissière de la semaine. Le titre a gagné 2.4% porté par les bons résultats semestriels (voir ci contre). Malgré cette résistance, la performance du titre depuis le début de l'année reste dans le rouge (-3.9%) à 4.720Dt. La situation est légèrement meilleure pour la société mère **SIMPAP** (+2.1% depuis janvier 2007 contre -5.9% pour l'ensemble du secteur immobilier).  
♦ Suspendue depuis 4 semaines, la cotation de **Magasin Général** reprendra à partir du lundi 30 juillet 2007.

**Infos Sociétés:**

♦ **Alkimia** : La société tiendra une réunion d'informations le mardi 31 juillet, qui portera sur la situation de la société et ses perspectives d'avenir.  
♦ **BH**: Les indicateurs semestriels de la banque sont au beau fixe. Les dépôts ont enregistré une croissance de 13% par rapport au premier semestre 2006 et les crédits une hausse de 8.6% sur la même période. Le PNB a quant à lui enregistré un bond notable de **18.34% à 78.7MDt**. Ces bons résultats ne devraient pas être altérés par un effort de provisionnement important puisque la banque présente une qualité de portefeuille qui satisfait déjà les normes requises.  
♦ **Tunisie Leasing** : Les mises en forces de Tunisie Leasing ont progressé de 7.8% au terme du 1<sup>er</sup> semestre 2007 pour atteindre de **78MDt** (contre 72MDt sur les 6 premiers mois de 2006). Le produit net de leasing a évolué à un rythme bien supérieur (+15% à 7.4MDt ; contre 6.4MDt au 30 juin 2006). Du côté des charges, la société a subi une hausse de 11.9% des frais d'exploitation. Pour ce qui est de la qualité des actifs, le taux de créances classées s'est redressé à 14.16% (contre 15.82% au 30 juin 2006). Il faut tout de même rappeler que ces chiffres ne concernent que la société tunisienne (Tunisie Leasing SA) et que l'analyse de la valeur doit être obligatoirement réalisée sur la base des comptes consolidés du Groupe.  
♦ **Essoukna** : Fidèle à ses habitudes, Essoukna a été la première à publier ses comptes semestriels. Ces derniers s'annoncent de bon augure : **un chiffre d'affaires qui triple dépassant les 7MDt, un résultat d'exploitation qui double à 1.1MDt et un résultat net qui excède les 0.9MDt** (contre 0.129MDt sur la même période en 2006). Ces résultats étaient prévisibles, à l'issue de l'année 2006, Essoukna disposait d'un stock foncier bâti de 9.4MDt. Sur l'année pleine nous tablons sur un chiffre d'affaires de l'ordre de 14MDt et un bénéfice net dépassant les 1.2MDt permettant de distribuer un dividende 2007 de 0.230Dt/action en hausse de 4.5% par rapport à l'année écoulée (soit un payout de 57%).

Groupe Tunisair

AGO du 20 juillet 2007

Du fait que c'est devenu un groupe de 8 sociétés, l'analyse de Tunisair doit principalement être faite sur les **comptes consolidés du Groupe** : analyser seulement les comptes de la société mère n'a que très peu d'intérêt.

Contrairement à la société mère (Tunisair SA) dont l'exploitation a légèrement progressé, le groupe Tunisair a connu une très bonne année 2006. **Le résultat d'exploitation** est passé de **37MDt en 2005 à 59MDt en 2006** et le **bénéfice net** a suivi dans le même sens de la hausse **passant de 20MDt en 2005 à 52MDt en 2006**. C'est principalement la baisse des charges opérationnelles qui explique ces performances :

- **La baisse des charges de personnel (-10%)** et donc l'amélioration de la productivité du groupe. A la date du 31 décembre, le ratio charges de personnel / CA a atteint son plus faible niveau historique (13%)
- **La réduction des charges d'amortissement** : la flotte de la compagnie étant âgée en moyenne de 10 ans, les charges d'amortissement des avions sont de plus en plus faibles; tandis que les autres immobilisations corporelles sont substantiellement amorties
- **La mise en place d'une politique de hedging** sur les achats de kérosène. Cette couverture n'a concerné que 2 mois de l'année (novembre + décembre), dont l'impact n'a été que très limité (**un gain de 0.314MDt sur les 2 mois**).

Il semblerait que les filiales du groupe ; notamment les activités assistance au sol (Tunisair Handling) ; sont plus rentables que la société mère (limitée au transport aérien) et constituent de véritables relais de croissance pour le Groupe.

#### Perspectives d'avenir et Opinion :

Nos prévisions sur le Groupe Tunisair restent handicapées par le manque d'informations sur les activités des filiales et sur leurs niveaux de rentabilité. A ce stade, les perspectives semblent positives même si, au niveau du transport aérien, la concurrence acharnée ne facilite pas les choses pour la compagnie mère (*Open Sky* prévu pour 2008). La part de marché de la société a d'ailleurs encore régressé de 0.8 points en 2006 (à 38% aujourd'hui).

Néanmoins, sur l'année qui vient de s'écouler, plusieurs éléments sont survenus :

- **Mise en place d'une nouvelle stratégie commerciale** (annulation de 7 lignes non rentables et renforcement des capacités sur d'autres lignes existantes plus intéressantes) ;
- **Lancement du hedging** : le management pense atteindre une économie de 10MDt en 2008 sur sa facture de carburant (gain de 2MDt pour 2007);
- Acquisition en décembre 2006 de **51% de Mauritania Airways**, ce qui va permettre à la compagnie tunisienne de mieux cibler les marchés ouest-africains (marchés d'avenir) ;
- Démarrage en avril du plan de **renovation de flotte** (une flotte long courrier pour pouvoir desservir les longues distances sans escales : Afrique + Moyen Orient).
- Le **changement de la direction à la tête de la compagnie**. Le nouveau PDG de Tunisair est un homme du domaine aéronautique et semble (du moins lors de l'AGO) bien averti de toutes les défaillances existantes au sein de la compagnie.
- Enfin, rappelons que la compagnie bénéficiera à partir de cette année d'une aide spéciale de l'Etat (**une subvention de 100MDt qui s'étalera sur 5 ans, à raison de 20MDt/an**). Ce soutien gouvernemental participera probablement dans le plan de renouvellement de flotte (qui sera également financé par des crédits bancaires) et aidera la compagnie à résister contre une concurrence de plus en plus rude.

Il est difficile à ce stade de prévoir **le résultat du Groupe pour 2007**, mais nous pouvons d'ores et déjà penser que l'année sera tout aussi bien orientée que 2006. Une étude sur l'ensemble du Groupe devra être affinée pour pouvoir se prononcer sur la valeur.