

Recherche

Revue - Département Recherches et Études

www.tunisievaleurs.com

Sommaire

2 ÉDITORIAL

10 ANALYSES

- 10 Marché Obligataire & SICAV
- 12 Secteur Bancaire
- 17 Secteur du Leasing
- 21 GIF Filter : Introduction en bourse
- 26 ASSAD : Introduction en bourse

32 FICHES VALEURS

- 32 Banque de l'Habitat
- 33 BIAT
- 34 Banque de Tunisie
- 35 SFBT
- 36 MONOPRIX
- 37 SPDIT
- 38 SOTUVER
- 41 ALKIMIA
- 43 SIPHAT
- 45 SOTETEL
- 47 TUNISAIR

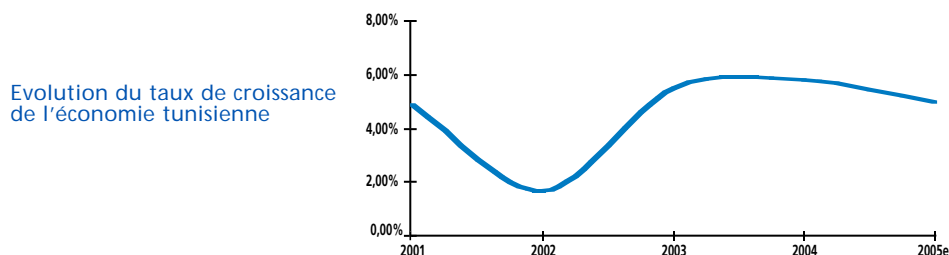
49 LEXIQUE

50 STOCK GUIDE

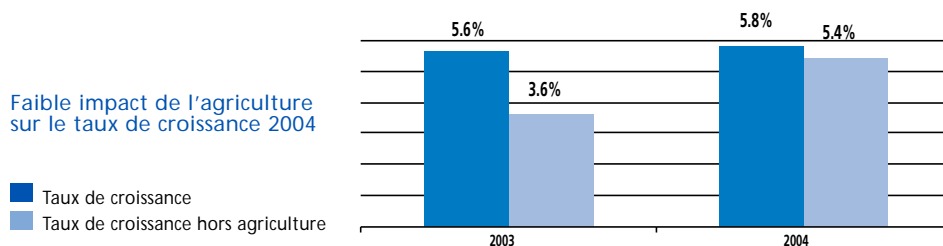
Editorial

Le contexte général

La croissance de l'économie en 2004 confirme et consolide la reprise entamée en 2003. Le taux de croissance atteint 5.8% en 2004 niveau légèrement supérieur à 2003 (5.6%).



Alors qu'en 2003 la croissance avait essentiellement été tirée vers le haut par le secteur agricole ; l'année 2004 aura été marquée par la bonne tenue de l'activité industrielle.



C'est dans un contexte d'inquiétude croissante sur l'évolution de l'industrie textile plus que jamais menacée par la concurrence chinoise ; que le secteur industriel s'est bien comporté. Cette performance a été principalement générée par les industries mécanique, électrique et agroalimentaire.

Parallèlement, l'activité touristique a poursuivi (et accéléré) le rattrapage du terrain perdu en 2002. Avec des nuitées en augmentation de +17% et surtout le retour des touristes en provenance des marchés allemands et français (plus rémunérateurs) ; la reprise de l'activité touristique semble se confirmer.

L'année 2004 a été marquée à l'échelle internationale par une forte augmentation des prix des matières premières : le pétrole bien sûr, mais aussi le plomb, le soja, le blé tendre, les matériaux de constructions, et bien d'autres... Ces hausses ont provoqué des tensions inflationnistes sur l'économie tunisienne qui importe une large part de ses matières premières. Toutefois, alors que l'inflation atteignait en rythme annualisé 4.7% sur les six premiers mois de l'année ; l'année 2004 se termine par un taux d'inflation ramené à 3.6% contre 2.7% en 2003.

Le marché boursier en 2004

L'année 2004 s'achève sur un bilan mitigé :

- Globalement, le marché progresse +6.5%
- Des volumes en progression insuffisante (+35.2%)
- Certaines performances remarquables sont à signaler
- Aucune nouvelle introduction en 2004

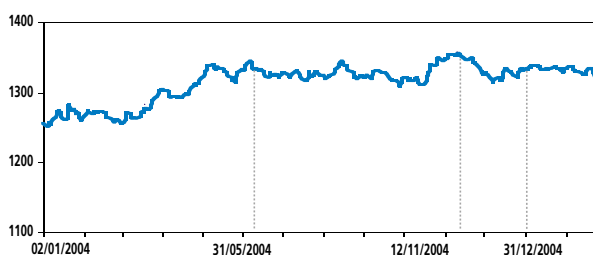
La performance de l'indice de référence Tunindex a été décevante puisque l'on clôture l'année sur un gain de +6.5% alors que l'on s'attendait à faire au moins aussi bien qu'au cours de l'année 2003 (+12%).

Pour résumer le parcours de l'indice nous pouvons dire qu'il a été scindé en deux parties :

(1) La première s'est prolongée jusqu'à la fin du mois de mai et a vu l'indice poursuivre son élan haussier entamé vers la fin de l'année 2003. L'indice a retrouvé alors ses niveaux de 2001 franchissant la barre des 1340 points.

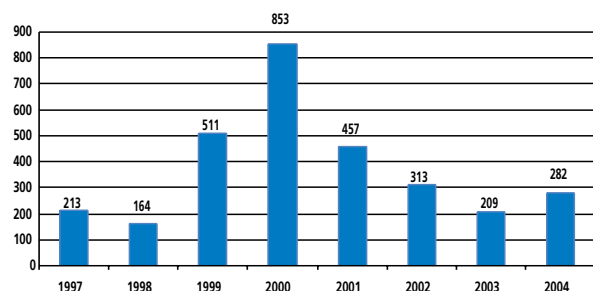
(2) Le marché s'est par la suite maintenu dans un canal étroit entre 1320 et 1340 points et a juste enregistré une pointe au cours du mois de novembre, affichant alors son plus haut de l'année légèrement en dessous des 1360 points.

L'indice Tunindex depuis le début de l'année 2004



Avec une moyenne de transactions quotidiennes légèrement supérieure à 1MDt, le volume total du marché s'affiche en hausse de 35% par rapport à l'année 2003. Toutefois, la base de départ était particulièrement faible.

Le volume de transactions depuis 1997 (MDt)



Même si globalement le bilan de l'année boursière 2004 est assez terne; le marché a toutefois enregistré de belles performances individuelles. Sur les 45 sociétés cotées en 2004 (44 sociétés depuis la radiation de la STIL de la cote de la Bourse le 17/01/2005), plus de 70% ont enregistré une hausse et nous avons tout de même 17 valeurs ayant enregistré une performance de plus de 30% en un an. Si l'on s'intéresse au top 10 des hausses de 2004 nous avons des valeurs qui gagnent toutes au moins 50% en 1 an, une belle performance !

Les 10 meilleures performances de l'année 2004

Titre	Performance 2004	Capi. en MDt
Magasin Général	181%	32.6
Electrostar	89%	13.6
SIPHAT	85%	25.2
El Mazraa	75%	33.4
SOTUVER	71%	17.7
Tunisair	59%	165.3
STEQ	59%	11.9
ATL	58%	19.8
SIAME	52%	43.1
Placements de Tunisie	50%	15.3

Ce que l'on peut retenir à la lecture du tableau ci-dessus c'est qu'à l'exception de Tunisair, tous ces titres sont de petites ou de moyennes capitalisations boursières, le thème d'investissement en 2004 aura été en quelque sorte : « small is beautiful ».

La bourse a pour vocation d'être un outil de financement alternatif au crédit ; cet outil n'a encore une fois été que très peu utilisé en 2004. Au cours de l'année écoulée la levée de fonds via le marché s'est traduite par :

1. Une deuxième année consécutive sans nouvelle introduction sur le marché
2. 70MDt levés par augmentation de capital en numéraire mais essentiellement à l'initiative des banques : BIAT pour 32 millions de Dt et l'UIB pour 36 millions de Dt ; les 2 millions de Dt restants ont été levés par la Sotuver
3. Des émissions obligataires qui sont depuis deux ans à leur niveau le plus faible depuis plus de 5 ans : 111MDt levés en 2004 ; 115MDt en 2003 contre plus de 300MDt en 2001

Les objectifs affichés restent toujours d'atteindre un taux de financement de l'économie via le marché de l'ordre de 20% ; alors que nous stagnons sous la barre des 5%.

Qu'attendre pour 2005 ?

En ce début d'année 2005, il apparaît clairement qu'une nouvelle dynamique en matière de mises sur le marché s'est installée. Avec déjà deux nouvelles introductions (GIF et ASSAD) qui seront bouclées au cours du premier trimestre et de nombreuses sociétés qui manifestent leur volonté de s'introduire sur le marché, l'année 2005 devrait vraisemblablement enregistrer un progrès longtemps attendu en termes de nouvelle offre.

Si les nouvelles introductions sont de taille comparable aux deux opérations actuellement en cours (17MDt pour GIF et 27MDt pour ASSAD) l'impacte sur la capitalisation boursière du marché ne devrait pas être spectaculaire. La seule opération qui pourrait apporter à notre marché une nouvelle dimension est incontestablement celle de Tunisie Télécom.

Le parcours boursier en ce début d'année 2005 est nettement orienté à la baisse. Tunindex perd près de 2% en deux mois et 28 valeurs sur les 44 cotées sont dans le rouge. Ce repli coïncide avec la période de publication des états financiers 2004 des sociétés cotées et la déception semble de mise. Le parcours boursier de certains titres trouve son explication dans la contre performance (ou la performance) financière qu'ils ont enregistré en 2004.

Résultats cumulés en MDt	2003	2004	Var en MDt	Var en %
Bancaire hors STB, ATB et BS	122 434	107 486	-14 948	-12%
Agro-alimentaire	39 709	30 007	-9 702	-24%
Production de base	12 048	13 961	1 914	+16%
Leasing hors Amen Lease	8 024	8 682	658	+8%
Inv. & immobilier	13 087	12 764	-323	-2%
Distribution	5 310	8 281	2 971	+56%
Assurances hors ASTREE et STAR	1 460	1 614	154	+11%
Autres secteurs hors Sotetel et Tunisair	-2 497	-6 179	-3 682	
Total publié	199 574	176 616	-22 958	-12%

N.B. : Le détail par société est présenté en annexe

Les résultats cumulés des sociétés cotées affichent une baisse de -12% en 2004. Les banques avec une baisse de 15MDt de leur bénéfice publié, ont largement contribué à la diminution des résultats du marché ; effort de provisionnement oblige.

La bonne performance est venue du secteur de la distribution avec notamment une progression de plus de 48% du résultat net de Monoprix en 2004, salué par une hausse de +22% de son cours depuis le début de l'année : meilleure performance du marché.

Le marché a également sanctionné les retardataires, puisqu'à l'heure où nous publions, huit sociétés n'ont toujours pas communiqué leurs résultats provisoires 2004.

- Les 3 banques ATB (-5%), STB (-10%) et Banque du Sud (-10%) sont parmi les plus sanctionnées de leur secteur ;
- Amen Lease perd également du terrain (-3%) ;
- la STAR (-17%) est aussi fortement sanctionnée ainsi que
- Tunisair (-7%) et sans parler de la Sotetel (-22%) dont le retard inhabituel alimente toutes les spéculations au point que le CMF a décidé la suspension de son cours en attendant la publication de ses résultats.
- Le cas de l'ASTREE (+6%) est quant à lui particulier puisque la compagnie d'assurances va faire l'objet d'une procédure de maintien de cours et probablement d'une Offre Publique de Retrait suite à la prise de contrôle de près de 80% de son capital par la Banque de Tunisie avec un partenaire étranger (le Groupe des Assurances du Crédit Mutuel).

Notons également que d'autres valeurs ne feront plus partie de la cote fin 2005 ; c'est déjà le cas de la STIL radiée le 17 janvier et vraisemblablement de l'ASTREE et de Tunisie Lait qui fait actuellement l'objet d'un rachat partiel par son principal actionnaire la BNA.

La période des publications s'achève donc et le marché est désormais dans l'attente des dividendes qui seront proposés. Nous l'avons maintes fois souligné, et c'est une tendance à l'échelle internationale, le rendement en dividende est de plus en plus déterminant dans la décision d'investissement. D'ores et déjà, cinq sociétés ont officiellement annoncé le niveau de dividende qu'ils proposeront à leurs actionnaires et la tendance est à la hausse :

	Dividende 2003	Dividende 2004	var	perf. 2005
Monoprix	1,800 DT	2,500 DT	+38,9%	+22,2%
SPDIT	1,200 DT	1,400 DT	+16,7%	+1,7%
SFBT	2,200 DT	2,400 DT	+9,1%	+1,2%
Banque de Tunisie	2,400 DT	2,500 DT	+4,2%	+4,4%
Placements de Tunisie	1,000 DT	1,000 DT	=	+0,0%

Achévé de rédiger le 3 mars 2005

Annexe 1 : Résultats annuels provisoires publiés au 28/02/2005 comparés aux publications de l'année 2003

	Annuels 2003	Annuels 2004	variation en Dt	variation en%
Amen Bank	27 501	16 663	-10 838	-39%
ATB		13 395	np	
Banque de l'Habitat	16 441	18 843	2 402	+15%
BIAT	22 223	16 454	-5 769	-26%
BNA	14 938	9 025	-5 913	-40%
Banque du Sud	2 284	np		
Banque de Tunisie	30 223	31 662	1 439	+5%
STB	18 514	np		
UBCI	7 080	10 198	3 118	+44%
UIB	10	0	-10	
BTE (ADP)	4 018	4 641	623	+16%
Secteur bancaire hors STB, ATB et BS :	122 434	107 486	-14 948	-12%
EL MAZRAA**	614	1 972	1 358	+221%
SFBT**	44 630	34 898	-9 733	-22%
Tunisie Lait	-5 536	-6 863	-1 327	
Secteur agro-alimentaire :	39 709	30 007	-9 702	-24%
Air Liquide	5 028	5 144	116	+2%
Alkimia	3 829	2 609	-1 220	-32%
Ind. Chimiques du Fluor	3 316	678	-2 638	-80%
SOTUVER	-2 836	515	3 353	
SOMOCER	2 711	5 014	2 303	+85%
Secteur production de base:	12 048	13 961	1 914	+16%
ATL	2 285	2 443	157	+7%
Amen Lease	236	np		
CIL	1 774	2 243	468	+26%
Tunisie Leasing**	3 508	2 889	-619	-18%
General Leasing	456	1 107	651	+143%
Secteur leasing hors Amen Lease:	8 024	8 682	658	+8%
Placements de Tsie	1 642	1 160	-483	-29%
SPDIT	10 189	9 110	-1 079	-11%
SIMPAR	1 182	2 037	855	+72%
TUNINVEST	73	457	384	+526%
Secteur inv. & immobilier:	13 087	12 764	-323	-2%
Magasin Général	1 049	1 968	919	+88%
Monoprix	4 260	6 313	2 052	+48%
Secteur distribution:	5 310	8 281	2 971	+56%
ASTREE	2 689	np		
Carte	1 460	1 614	154	+11%
STAR	-14 030	np		
Secteur assurances hors ASTREE et STAR:	1 460	1 614	154	+11%
Palm Beach	-1 145	-1 765	-621	
Tunisair	-8 715	np		
SIAME	2 347	2 008	-339	-14%
SOTETEL	6 572	np		
SOTRAPIL	2 783	3 102	318	+11%
SOTUMAG	1 348	851	-497	-37%
Electrostar	424	1 542	1 118	+264%
SIPHAT	1 041	2 187	1 146	+110%
STEQ	881	1 514	633	+72%
STIP	-10 178	-15 619	-5 441	
Autres secteurs hors Sotetel et Tunisair	-2 497	-6 179	-3 682	
Total résultat des sociétés ayant publié leurs états	199 574	176 616	-22 958	-12%

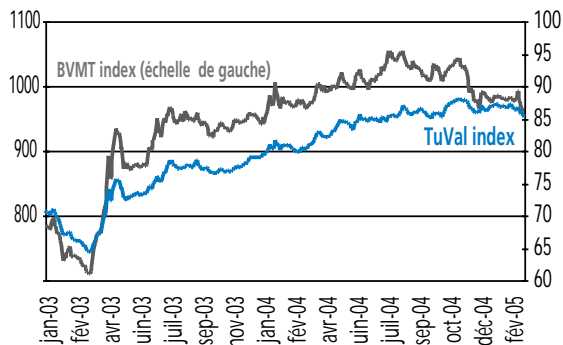
np = non publié

* provisoires

** non consolidés

Évolution des indices

Evolution des indices BVMT & TuVal

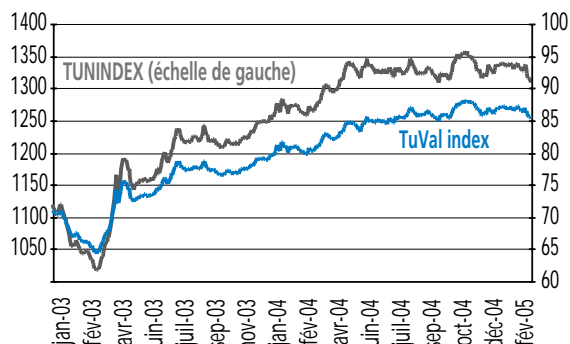


L'indice pondéré TunisieValeurs (TuVal) prend en compte toutes les actions de la cote

Constituants de l'indice BVMT en 2004

SFBT	BS	STIP	ATL
SOTRAPIL	SIAME	SOTETEL	TUNISIE LEASING
SIPHAT	UBCI	STB	SOTUMAG
TUNISAIR	SOTUVER	BT	MONOPRIX
UIB	GENERAL LEASING	ELECTROSTAR	CIL
STEQ	MAGASIN GENERAL	BIAT	BNA
BH	ATB		

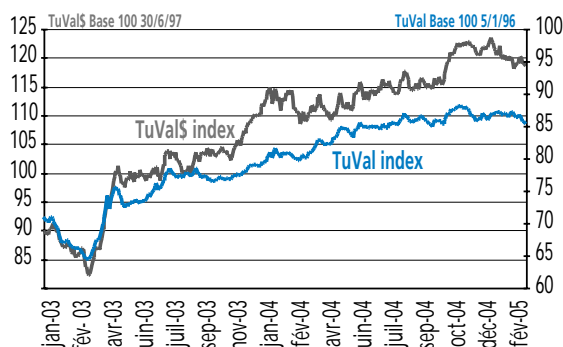
Evolution des indices TUNINDEX & TuVal



Constituants de l'indice TUNINDEX

TUNISAIR	ATB	MAGASIN GENERAL
ALKIMIA	AIR LIQUIDE	GENERAL LEASING
MONOPRIX	UBCI	SOTRAPIL
SFBT	STB	SOMOCER
BT	SOTUMAG	BS
PALM BEACH	SIAME	BIAT
ASTREE	STIP	BH
BNA	STEQ	TUNISIE LEASING
ICF	SIPHAT	TUNISIE LAIT
SIMPAR	AMEN BANK	UIB
SOTETEL	STAR	AMEN LEASE
ELECTROSTAR	CIL	EL MAZRAA
ATL	SOTUVER	

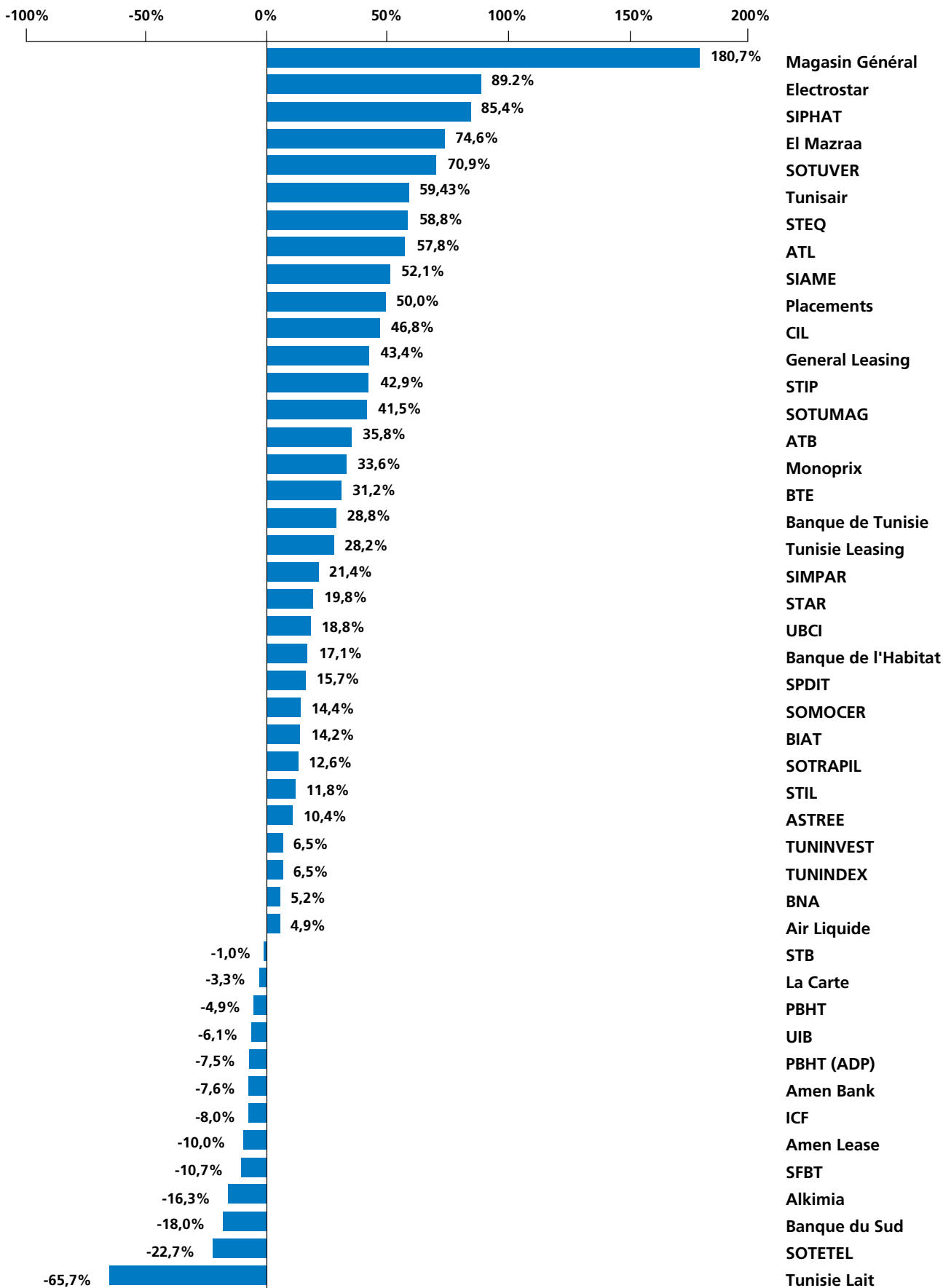
Evolution des indices TuVal\$ en dollar & TuVal



L'indice TuVal\$ retrace l'évolution de la capitalisation boursière ajustée exprimée en dollar.

Le taux de change utilisé pour la conversion de la capitalisation boursière est la moyenne des taux à l'achat et à la vente de la BCT à chaque date.

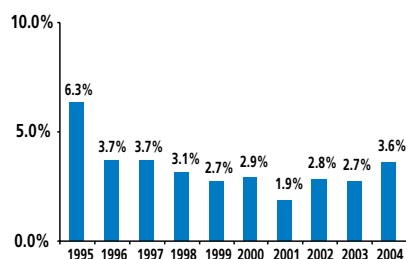
Performances des titres sur l'année 2004



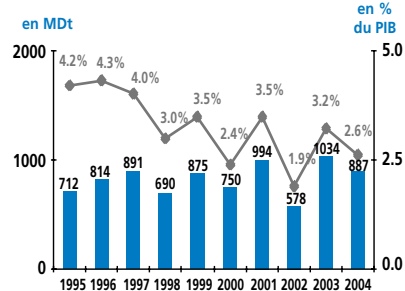
PERFORMANCES 2004

Données MACRO-ÉCONOMIQUES

Inflation (indice des prix à la consommation)



Déficit budgétaire



Production		2000	2001	2002	2003	2004
PIB (prix 1990)	million Dt	17 181	18 017	18 318	19 339	20 426
Taux de croissance du PIB	%	+4.7%	+4.9%	+1.7%	+5.6%	+5.8%
PIB (prix courants)	million Dt	26 685	28 741	29 890	32 261	34 132
Consommation	million Dt	20 346	22 036	23 625	25 479	27 410
Épargne nationale	million Dt	6 160	6 757	6 466	7 109	7 645
FBCF	million Dt	7 020	7 527	7 540	7 520	8 565

Balance des paiements (prix courants)		2000	2001	2002	2003	2004
Exportations (Biens et services)	million Dt	8 005	9 536	9 749	10 343	12 060
Importations (Biens et services)	million Dt	11 738	13 697	13 511	14 039	15 864
Balance commerciale (biens)	million Dt	-3 733	-4 161	-3 762	-3 696	-3 810
Taux de couverture (biens)	%	68.2	69.6	72.2	73.7	76

Endettement		2000	2001	2002	2003	2004
Encours de la dette publique	million Dt	16 201	17 926	18 404	19 461	20 876
dont dette extérieure	million Dt	10 160	11 152	11 688	12 528	13 169
Service de la dette publique totale	million Dt	3 967	3 498	3 907	3 119	4 469
dont dette extérieure	million Dt	1 808	1 351	1 460	1 394	1 785

Taux de changes		1999	2000	2001	2002	2003	2004
\$/Dt (fin de période)		1,2575	1.3775	1.4611	1.3519	1.2083	1.1942
/Dt (fin de période)		1,2677	1.2532	1.2902	1.3832	1.5275	1.6287

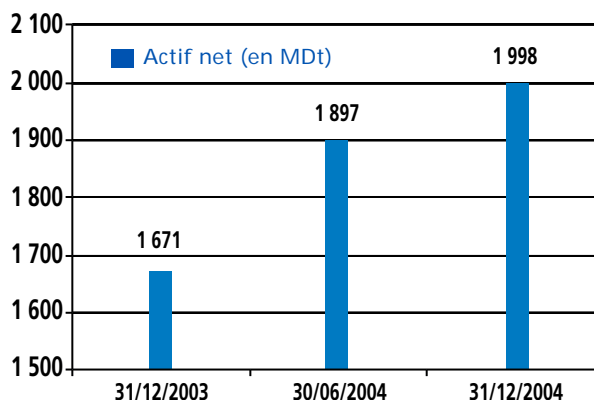
Masse Monétaire (fin de période)		2000	2001	2002	2003	2004
M4	million Dt	16 960	18 048	18 756	19 810	nd.
Avoirs Nets en devises	million Dt	2 423	2 810	3 011	3 503	4 733
Avoirs Nets en devises en j d'import	Jours	74	74	80	90	107

Sources: BCT, Ministère du développement économique, Ministère des finances.

Analyses

SICAV et Marché obligataire

L'année 2004 se solde par une progression de près de 20% des actifs gérés par les SICAV de la Place. Les capitaux gérés ont terminé l'année 2004 légèrement en dessous de la barre symbolique des 2 milliards de dinars qui a sans doute été franchie depuis, ce qui représente plus du quart de l'épargne nationale.



Les SICAV obligataires restent prépondérantes puisqu'elles détiennent plus de 95% des capitaux gérés. Leur rendement moyen sur l'année 2004 s'est établi à 4.36% affichant un repli de 6 points de base par rapport à 2003 (4.42%). Ce taux continue à se comparer favorablement à celui du placement le plus proche à savoir le livret d'épargne bancaire.

Au 31/12/2004 les emplois des SICAV obligataires étaient principalement investis

(1) dans de la dette publique : 40.1% en titres publics long et moyen terme (BTNB, BTA) et 5.4% en BTCT (titres publics court terme) ;

(2) dans du papier privé : 20.9% en obligations et 6.5% en billets de trésorerie

Le reliquat étant investi principalement en liquidités et autres placements monétaires.

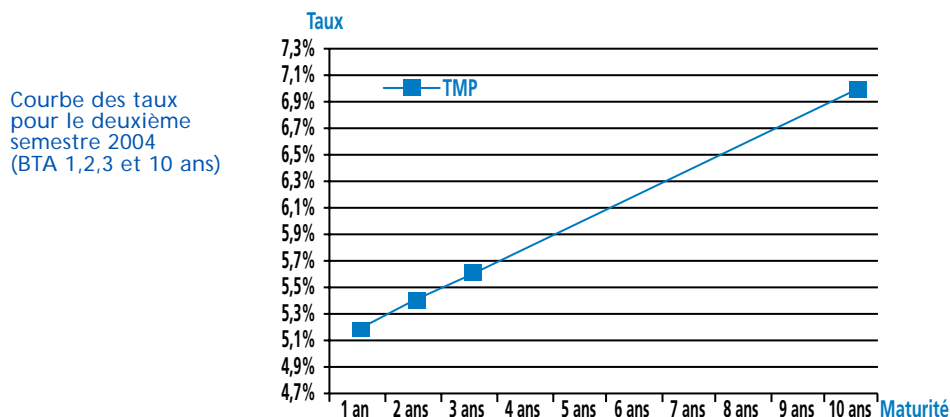
La corrélation entre le rendement des émissions publiques et le rendement des SICAV obligataires est donc relativement élevée.

Au cours de l'année 2004, l'Etat a émis près de 2.6 milliards de dinars : 1.9 milliard en BTA (entre 1 et 10 ans) et 680 millions en BTC (52 semaines). La souche la plus sollicitée ayant été le BTA 10 ans avec 814 millions de dinars levés sur l'année.

Du point de vue de l'évolution des taux au niveau des émissions primaires, nous avons constaté sur le second semestre de l'année 2004 :

- Un net ralentissement de la baisse des taux moyens des adjudications de BTA de 10 ans : 4 points de base en moins contre 42 points de base perdus sur le premier semestre.
- Une baisse légère également pour les émissions de BTA de 3 ans (7 points de base)
- Une stabilité des taux au niveau des émissions de BTA de 2 ans.
- Une seule émission a été enregistrée pour les BTA 1 an à 5.18%.

La courbe des taux relative à ces émissions primaires se présente comme suit pour le deuxième semestre :



Soulignons que cette courbe des taux semble avoir servi de référence pour des transactions réalisées sur le marché secondaire au cours du deuxième semestre. En effet, la baisse théorique des taux longs: moins 50 points de base pour le 6 ans et moins 40 points de base pour le 5 ans, a été confirmée par des transactions réalisées sur le marché secondaire.

Du côté des émissions privées (principalement les sociétés de leasing) le montant émis a atteint 111 millions de dinars (seulement) en légère baisse par rapport à 2003. Sur les 8 émissions, la plupart (5) ont donné le choix entre un taux fixe ou un taux variable, 2 émissions n’offraient qu’un taux fixe et enfin une émission ne rémunérait qu’à taux variable. Notons que lorsque les investisseurs ont le choix, ils privilégient la rémunération fixe plus intéressante sur la base du TMM actuel.

Les emprunts privés ont offert une rémunération moyenne de 7.23% pour le papier à 5 ans et de 7.05% pour le papier à 7 ans.

Signalons pour conclure que malgré la mise en place effective du cadre légal, aucune opération de pension livrée n’a encore été réalisée sur le marché. Même constat pour l’investissement non-résident dans la dette publique qui est désormais autorisé jusqu’à hauteur de 5% pour chacune des souches BTA.

Les résultats 2004 du secteur bancaire

Trois banques manquent à l'appel

A l'heure où nous mettons sous presse (le 4 mars 2005), 8 banques sur les 11 banques cotées ont communiqué leurs états financiers provisoires pour l'année 2004. Les trois banques qui manquent encore à l'appel sont l'ATB, la Banque du Sud et la STB.

Les comptes provisoires ne reflètent pas tout

Soulignons pour commencer que le fait d'analyser des comptes provisoires appelle plusieurs remarques dont certaines sont assez spécifiques aux banques : (1) les états financiers provisoires ne sont pas audités mais ont fait l'objet d'un « examen limité » de la part des commissaires aux comptes (2) à ce stade de leur mission, les commissaires aux comptes n'ont pas encore effectué l'examen des engagements des banques nécessaires à l'évaluation des risques et de leur couverture.

L'évolution du risque reste en suspens

En conséquence, (1) certaines différences pourront apparaître lors de la publication des états financiers définitifs et (2) nous ne pouvons à ce stade nous prononcer sur l'évolution du résultat final.

Le RAP meilleur indicateur bottom line

Par ailleurs, et afin de contourner la pratique adoptée par les banques de constituer des provisions complémentaires lors de l'affectation du résultat net ; rendant cet indicateur peu significatif, nous avons pris le parti de nous intéresser au Résultat Avant Provisions sur créances (RAP) défini comme étant la somme du Résultat net et des dotations sur créances. Cet agrégat constitue, à notre avis, le meilleur indicateur « bottom line » au niveau des comptes provisoires.

Bienvenue à la BTE

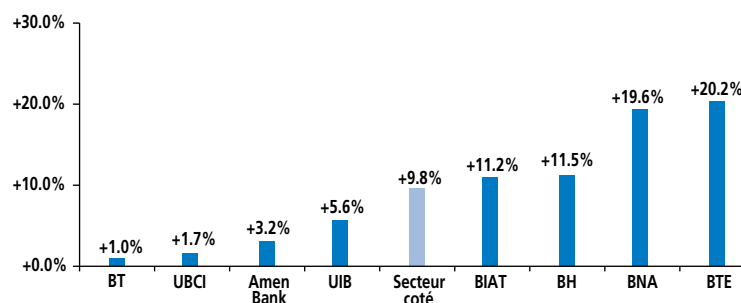
Notons enfin que nous avons intégré la Banque de Tunisie et des Emirats (ex BTEI) au secteur, cette ancienne banque de développement étant désormais une banque universelle. Toutefois, même si nous mentionnons à chaque fois les indicateurs de la BTE nous l'avons exclue des commentaires sachant que la banque est en phase transitoire et que certains de ses agrégats sont en décalage avec ceux des autres banques (exemple : Dépôts moyen de notre échantillon : 166MDt / Dépôts BTE : 2.9MDt).

Les réalisations 2004

Des **dépôts** en augmentation de près de 10% pour le secteur et une augmentation qui touche toutes les banques, la BNA enregistrant la meilleure performance (+19.6%) sans doute le fruit d'une conjoncture agricole favorable cette année encore ; les dépôts de la BT (+1%) ont le moins progressé, la banque a même enregistré une baisse de 9% de ses dépôts à vue.

+10% pour les dépôts

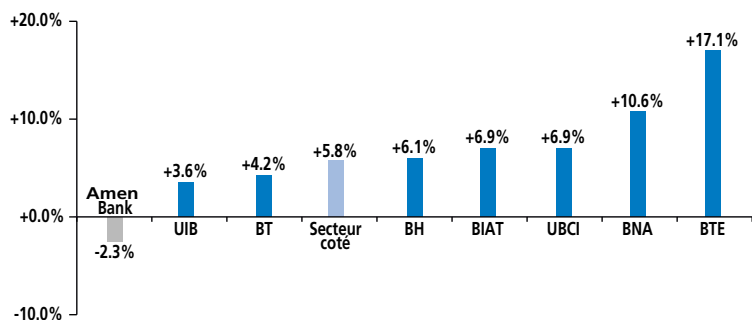
Evolution des dépôts en 2004



Des **crédits à la clientèle** en hausse de +5.8% pour le secteur, une hausse qui touche la plupart des banques à l'exception de l'Amen Bank (-2.3%). La palme de la hausse revient cette fois encore à la BNA +10.6%.

Les crédits progressent moins vite

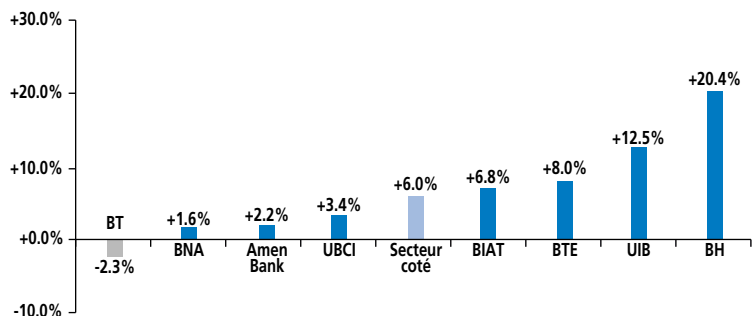
Evolution des crédits en 2004



Après la baisse enregistrée en 2003, le **PNB** des banques se redresse et progresse de +6%. A l'exception de la BT dont les revenus ont baissé de -2.3% ; toutes les banques ont enregistré une augmentation du PNB et en premier lieu la Banque de l'Habitat (+20.4%). La forte hausse du PNB de la BH est sans doute le fruit de la volonté affichée par la banque ces derniers mois de développer son segment « crédits commerciaux » et principalement les crédits aux particuliers.

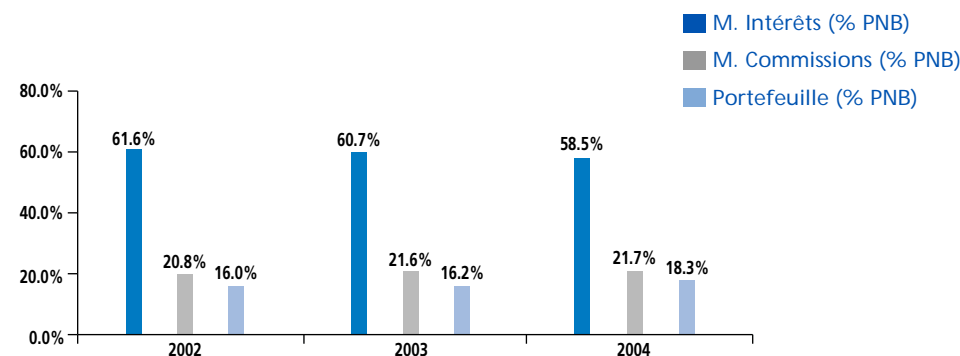
Retour à la hausse du PNB : +6%

Evolution du PNB en 2004



La structure du PNB du secteur dans son ensemble continue d'évoluer vers une diminution de la marge d'intérêt au profit principalement des autres revenus essentiellement composés des revenus du portefeuille titre et des opérations de change.

La structure du PNB évolue

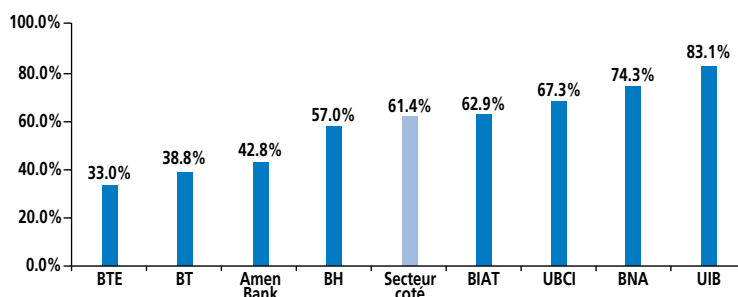


ANALYSES

La productivité baisse encore

La productivité des banques ne s'améliore pas ; le **coefficient d'exploitation** du secteur augmente de près de 1.5 point. La BT demeure la banque qui affiche la meilleure productivité. Le coefficient d'exploitation des banques tunisiennes a enregistré une hausse très significative au cours des quatre dernières années (plus de 8 points). La mauvaise conjoncture qui a pénalisé l'évolution du PNB des banques (ce dernier commence à peine à retrouver une croissance plus soutenue) dans un contexte où les banques continuaient d'investir dans le développement et dans la modernisation de leur réseau, explique cette baisse de productivité.

Le coefficient d'exploitation en 2004



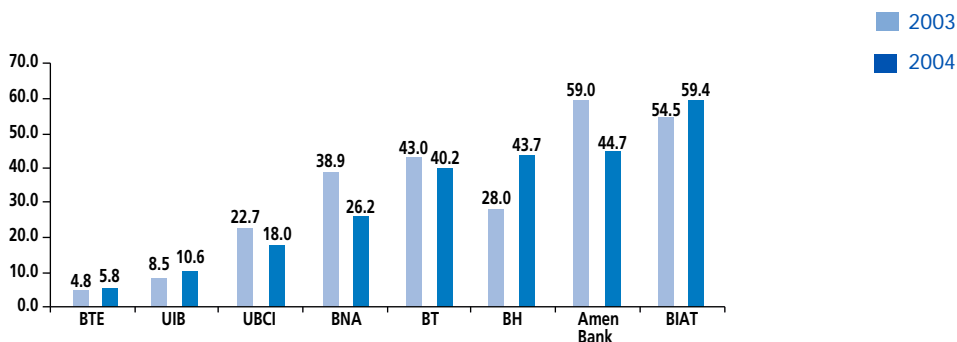
Coût du risque publié en légère hausse : +2.7%

Parler de **coût du risque** au niveau des comptes provisoires des banques nous paraît délicat. Nous l'avons vu ces dernières années, la véritable politique de provisions de la plupart des banques n'est réellement visible qu'une fois les résolutions de l'AGO votées. Cette remarque est par conséquent également valable pour le **Résultat net** de ces banques. A ce stade nous pouvons juste évoquer que les dotations aux provisions sur créances telles que publiées dans les états financiers enregistrent une augmentation de +2.7% en 2004 pour atteindre 140MDt, soit 20% du PNB. Pour ce qui est du Résultat net publié, celui-ci diminue de -13.1% à 108MDt pour le secteur.

Résultat net publié en baisse de -13%

Pour analyser deux agrégats comparables d'une année sur l'autre nous avons donc préféré à ce stade utiliser le **Résultat Avant Provisions** (voir détail en annexe 1) sur créances comme indicateur bottom line des comptes provisoires des banques. La répartition au sein de cet agrégat entre Provisions et Résultat net ne sera réellement visible qu'une fois les résolutions des AGO votées.

Résultat avant provisions (en MDt)



Globalement le RAP atteint 249MDt environ en 2004 soit une baisse de près de 10MDt par rapport à 2003 (-4%). Les principales baisses ont concerné :

- Amen Bank (-14MDt) : qui avait bénéficié de plus values exceptionnelles en 2003 suite à la cession de ses titres Comar
- BNA (-13MDt) : pénalisée en 2004 par une forte augmentation de son coefficient d'exploitation (+5.4 points).

Le RAP perd 10MDt

Forte baisse pour l'Amen Bank et la BNA

D'autres banques ont enregistré des baisses d'un moindre degré :

- celle de la BT (-2.8MDt) est à nuancer de la bonne qualité d'actif de la banque et on sait d'ores et déjà que 80% du RAP de la BT sera destiné au Résultat net (+5% à 31.7MDt).
- quant à l'UBCI, soulignons que la baisse de -4.7MDt de son RAP correspond à la fin de la période de nettoyage de ses créances (20.2MDt de dotations en 2002 et 15.6MDt en 2003) notamment de celles sur le groupe BATAM. La banque a donc constitué de fortes provisions en 2002-2003 et retrouve en 2004 un niveau plus habituel de dotations (7.8MDt). La baisse de son RAP ne devrait pas empêcher l'UBCI d'enregistrer une forte progression de son Résultat net (+44% à 10.2MDt) contribuant à rattraper une partie du chemin perdu depuis 2001 (18.2MDt de Résultat net en 2001).

Baisse plus légère pour la BT et l'UBCI

Pour ce qui est des progressions :

- la plus forte revient à la Banque de l'Habitat (+15.7MDt) qui a mis à profit sa bonne performance top line (plus forte progression de PNB du secteur) pour renforcer la couverture de ses risques
- la BIAT enregistre également une progression significative (+5MDt) de son RAP et devrait accélérer son programme de constitution de provisions pour atteindre les standards internationaux en la matière.
- Enfin l'UIB affiche également un RAP en progression (+2MDt) qui sera entièrement destiné à la couverture du risque.

Hausse pour la BH, la BIAT et l'UIB

Résumé conclusion

Dans l'attente des résultats définitifs des banques, nous pouvons avancer que l'exercice 2004 est marqué par un retour à la croissance des revenus, tirés vers le haut par les revenus de leur portefeuille.

Cette hausse du PNB n'a pas réussi à enrayer la baisse de la productivité du secteur. La plupart des banques voient leur coefficient d'exploitation se dégrader cette année encore.

L'enveloppe à répartir entre les actionnaires (le Résultat net) et la couverture du risque (les dotations aux provisions sur créances) diminue en 2004 de 10MDt (-4%). Fort probablement et à l'exception des banques qui ont une qualité d'actif satisfaisante, la majeure partie de cette enveloppe servira à renforcer le taux de couverture des mauvaises créances par les provisions ce qui infléchirait le résultat final à la baisse.

Annexe 1 : Détail du résultat avant provisions

	2	0	0	3	2	0	0	4
en kDt	Résultat net*	Provisions sur créances*		RAP	Résultat net provisoire	Provisions sur créances		RAP
Amen Bank	27 501	31 500		59 001	16 663	28 000		44 663
ATB	13 395	11 653		25 048				
BH	16 441	11 593		28 034	18 843	24 848		43 691
BIAT	22 223	32 227		54 450	16 454	42 953		59 407
BNA	14 938	23 912		38 850	9 025	17 193		26 218
BS	2 284	23 427		25 711				
BT	30 223	12 800		43 023	31 662	8 500		40 162
BTE	4 018	827		4 845	4 641	1 166		5 807
STB	18 514	-4 012		14 502				
UBCI	7 080	15 630		22 710	10 198	7 817		18 015
UIB	0	8 533		8 533	0	10 570		10 570

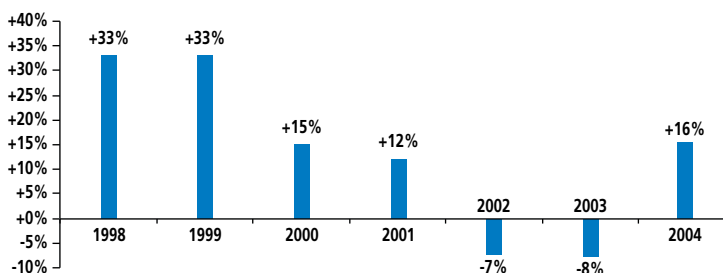
* Publiés

Le secteur du leasing en 2004

L'exercice 2004 s'est caractérisé par une reprise significative des mises en forces du secteur (+16%) après deux années de baisse :

Evolution des Mises en forces du secteur

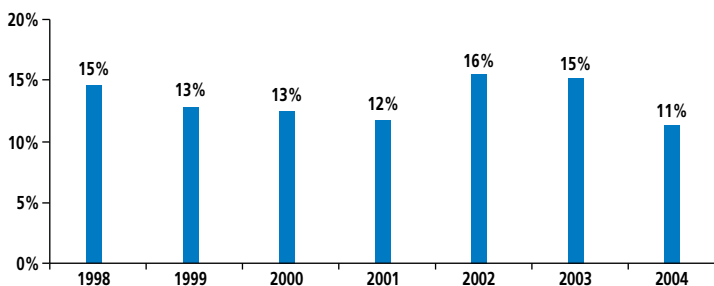
Des mises en forces de nouveau en hausse



Cette croissance provient exclusivement du leasing mobilier

■ Cette reprise de l'activité est à mettre à l'actif du leasing mobilier qui gagne près de 21% retrouvant quasiment son niveau de 2001. Les mises en forces en leasing immobilier baissent pour la deuxième année consécutive et ne représentent plus que 11.4% des mises en forces totales contre plus de 15% en 2003 et 2002.

Part de l'immobilier dans les mises en forces



■ Ce regain d'activité laisse supposer que le repli enregistré par cette activité commence à être résorbé. Toutefois, la question qui se pose est celle des séquelles sur un secteur qui était confronté pour la première fois à ce type de difficultés.

Les séquelles de la crise

Au niveau des produits : Une conséquence salutaire de cette crise a été une plus grande sélection du risque et par conséquent une plus grande concurrence sur le « bon risque » ce qui a tiré en revanche les marges d'intermédiation vers le bas. Même si la conjoncture s'améliore ; le retour à des spreads plus élevés paraît peu probable.

Au niveau des charges : On observe une augmentation des charges liées au recouvrement détériorant le coefficient d'exploitation.

Amen Lease : cas particulier en 2004

Les résultats 2004 du leasing coté

A l'exception de Amen Lease, toutes les sociétés cotées ont publié leurs états financiers provisoires 2004. Même si cette dernière n'a pas encore publié, nous pouvons d'ores et déjà affirmer que le cas Amen Lease est un cas particulier puisque la société est en pleine phase de « nettoyage » de ses comptes dans la perspective de sa fusion éventuelle avec Tunisie Leasing : les résultats 2004 de la société afficheront sans doute de fortes pertes.

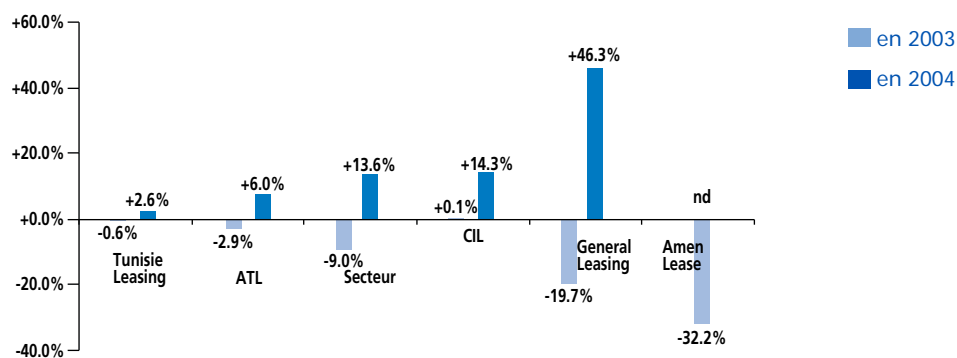
Si l'on s'intéresse aux réalisations 2004 des sociétés de leasing qui ont publié (donc hors Amen Lease), nous constatons :

- Une évolution positive du PNB : +14% pour le secteur
- Un coefficient d'exploitation qui globalement se réduit (à l'exception de Tunisie Leasing)
- Un coût du risque en forte augmentation (+40%) : les dotations aux provisions absorbent le tiers du PNB en 2004 (26% en 2003).
- Une rentabilité qui s'améliore légèrement (+8% pour les bénéfices du secteur) et qui rompt enfin le trend baissier de la période 1999-2003.

Le PNB en 2004 : hausse pour tout le monde mais dans des proportions différentes

La plus forte hausse est enregistrée par General Leasing (+46.3%) qui avait toutefois enregistré une des plus fortes baisses en 2003 (-20%).

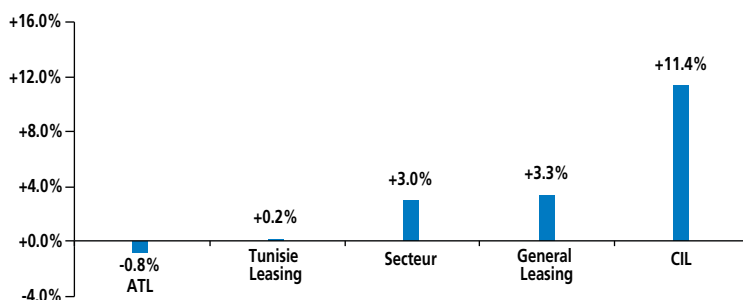
Evolution du PNB



PNB 2004 en hausse pour tous les acteurs

Si l'on s'intéresse à l'évolution du PNB depuis 2001 ; on s'aperçoit que seul celui de l'ATL reste en deçà (légèrement) de son niveau de 2001 ; toutes les autres sociétés affichent une croissance de cet agrégat sur la période 2001-2004 :

Evolution annuelle moyenne du PNB entre 2001 et 2004



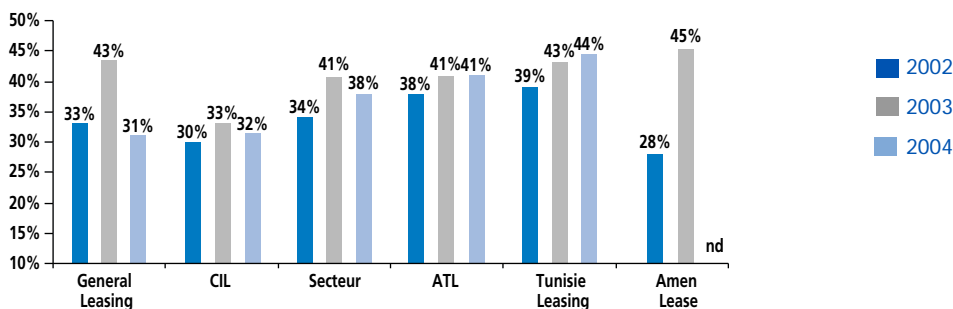
Seule ATL a perdu du terrain par rapport à 2001

Le coefficient d'exploitation : -3 points au niveau sectoriel; les charges d'exploitation absorbent 38% du PNB

Tunisie Leasing affiche une fois encore le CE le plus élevé (hors Amen Lease) alors que ce ratio baisse pour General Leasing (-12 points !) et pour la CIL (-1 point) et qu'il demeure stable pour ATL.

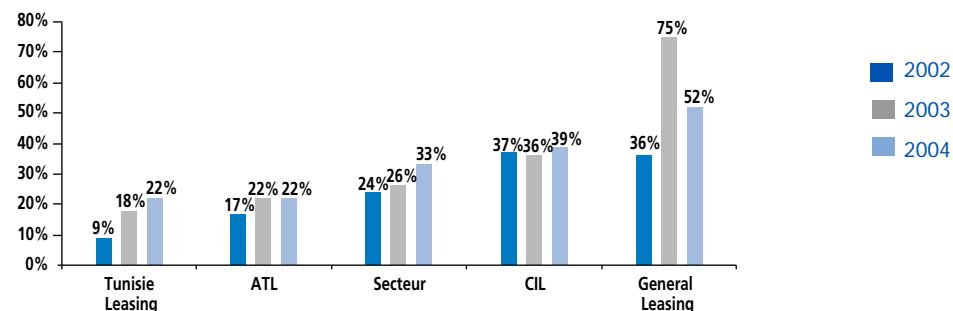
Nouvelle augmentation du CE pour Tunisie Leasing

Le coefficient d'exploitation



Le coût du risque : le tiers du PNB est alloué à la couverture du risque

Le coût du risque en proportion du PNB

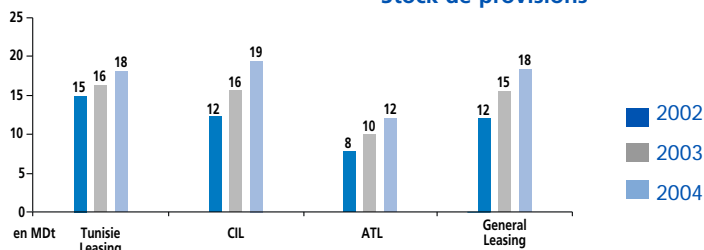


General Leasing affiche cette année encore (et de loin) le coût du risque le plus élevé à 52%. Le ratio 2003 de 75% affiché par GL nécessite quelques éclaircissements : nous avons en effet retraité la charge de provisionnement de l'exercice 2003 des prélèvements de fonds propres de 2.1MDt opérés afin de couvrir ses insuffisances de provisions. Cette pratique que nous avons maintes fois constatée (et contestée) au niveau des banques, nécessite par ailleurs le retraitement du Résultat net.

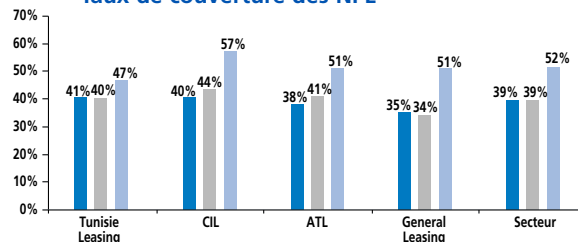
L'accroissement de l'effort de provisionnement consenti par les sociétés de leasing en allouant une plus forte proportion d'un PNB lui même en hausse se traduit par une augmentation significative du taux de couverture des créances classées par les provisions.

Transferts de fonds propres en provisions pour GL en 2003

Stock de provisions



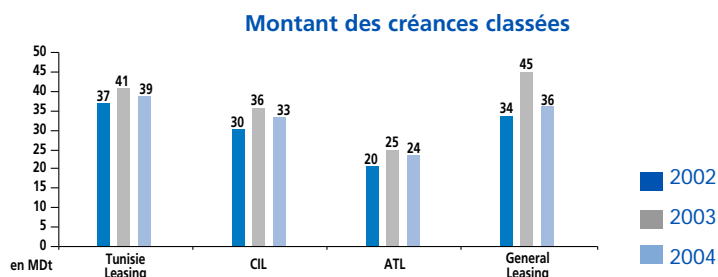
Taux de couverture des NPL



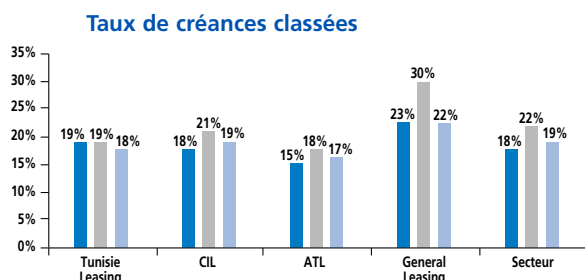
Evolution des provisions en valeurs absolues...

...et en pourcentage des NPL

Le taux de couverture du risque a par ailleurs bénéficié en 2004 d'une diminution des créances classées en absolu, signe d'une meilleure maîtrise du recouvrement et d'une amélioration de la conjoncture économique.



Evolution des NPL en valeurs absolues...



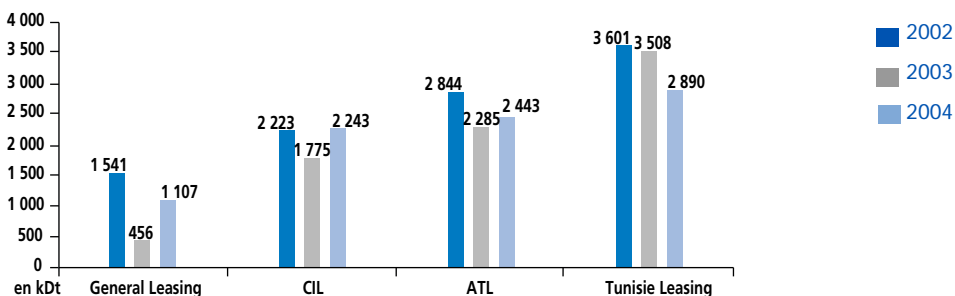
...et en pourcentage des engagements

Avec 19% de taux de créances classées, et surtout des créances classées provisionnées à plus de 50% en cette fin d'année 2004, la qualité des actifs du secteur du leasing sort renforcée de la crise.

Le résultat net publié du secteur augmente de +8% en 2004 après avoir baissé de -30% en 2003

Trois des quatre sociétés qui ont publié ont enregistré une progression de leurs bénéfices ; seule Tunisie Leasing enregistre une baisse significative de son Résultat net (-17.6%). Par contre son résultat consolidé (non encore publié) serait quasiment inchangé.

Le Résultat net publié

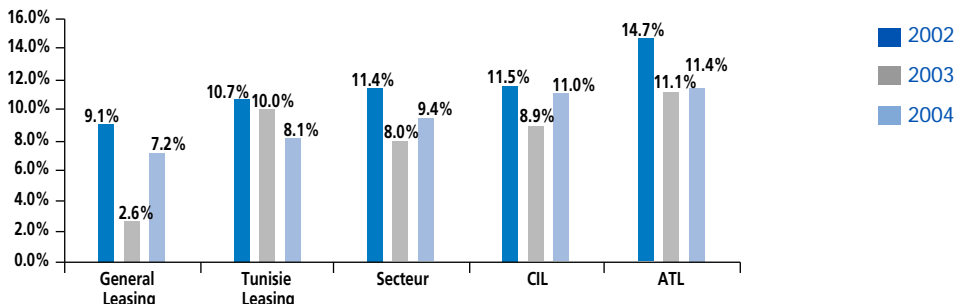


Des bénéfiques à nouveau en hausse

Une rentabilité qui s'améliore mais on est loin des records du passé

Ramenés aux fonds propres, la rentabilité moyenne du secteur enregistre une progression de 140 points de base à 9.4%. Nous sommes bien entendu bien loin des 20% (et plus) affichés par le secteur à la fin des années 1990 ; mais ces niveaux seront-ils atteints de nouveau ?

Rentabilité des fonds propres



A la recherche de nouveaux relais de croissance

La réponse à la question posée ci-dessus est sans doute non, si les sociétés ne modifient pas leur champ d'intervention ou leur périmètre d'activité. La plupart des sociétés de leasing sont visiblement à la recherche de nouveaux relais de croissance : nouveaux produits (factoring, location longue durée, crédit à la consommation) ou nouveaux marchés (Maghreb notamment).

+ Acheter**GIF filter****Un faible profil de risque**

Industrie / Filtre auto Code REUTERS : GIF.TN

Actionnariat (après OPV) :

Famille DJERBI	68.3%
Mr FARZA	1.7%
Flottant	30%

Prix de vente : 15.00Dt**Période de souscription :**

Du 4 février au 25 février 2005

Nombre de titres offerts : 333 300**Nombre de titres total :** 1 111 000**Capitalisation boursière :** 16.665MDt**Ratios de valorisation****(GIF / marché):**

P/E 03: 11.8x / 11.5x

P/E 04e: 10.8x / 10.7x

P/E 05p: 9.2x / 10.1x

P/B 03: 1.45x / 0.97x

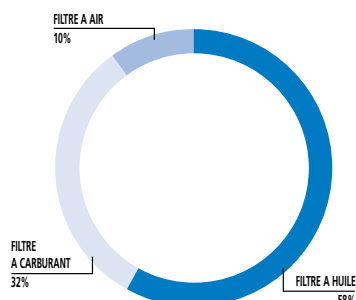
Yield 04e: 5% / 5%

Valeur d'Entreprise : 13.5MDt

VE/CA : 143%

VE/EBIT : 9.2x

VE/EBITDA : 6.1x

ROE 2003 (ajusté) : 12.9%**Gearing 2003 :** -36%**Opinion :** Souscrire**Structure de la production par type de filtre**

	BPA Dt	CFPA Dt	PER X	P/CF X	DIV PA Dt	YIELD %	ROE %
2002	1,09	2,14	13,8	7,0	0,500	3,3%	10%
2003	1,27	1,93	11,8	7,8	0,500	3,3%	11%
2004e	1,38	2,14	10,9	7,0	0,750	5,0%	13%
2005p	1,63	2,37	9,2	6,3	0,750	5,0%	14%

- Leader sur le marché local du filtre automobile avec 48% de parts de marché.
- Copropriétaire du brevet « chevron » avec Filtrauto (marque Purflux) le leader européen du secteur.
- Une stratégie à l'exportation visant à imposer sa marque propre par souci de préservation des marges. Des exportations orientées pour l'heure à 80% vers la France et le Maroc.
- Des marges qui, bien que sous pression (effet démantèlement), demeurent confortables avec un taux de marge brute de 58.5% en 2003 et une marge nette 2003 de 15.6%.
- Une situation financière très saine avec zéro dette et une trésorerie confortable qui permettrait à la GIF de saisir des opportunités d'investissement.
- Des perspectives de croissance principalement attendues du développement du filtre à air sur le marché local et de la percée progressive de la marque GIF sur ses marchés à l'export ; en attendant une meilleure structuration des marchés limitrophes algérien et libyen.
- Les principales menaces qui pèsent sur la GIF ont trait à la poursuite du démantèlement tarifaire (0% en 2007 contre 11% en 2004) et à l'arrivée à maturité du marché local.
- Un prix d'introduction qui correspond à l'Actif Net Réévalué de la société. Des multiples de valorisation qui ne sont pas en décalage avec ceux du marché : Rendement de 5%, P/E 2004 de 10.8x ... et qui sont décotés par rapport aux titres industriels : P/B GIF de 1.45x contre 2x en moyenne pour le secteur industriel coté.
- Cette nouvelle « small cap » offre un faible profil de risque couplé à une valorisation qui peut difficilement être qualifiée de chère ; nous recommandons de Souscrire à l'OPV.

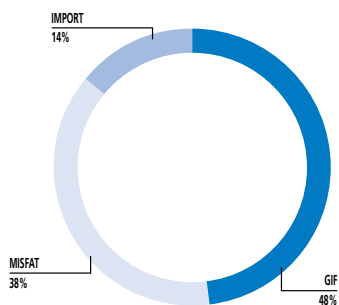
L'activité :

Créée en 1980, la société GIF filter est spécialisée dans la production industrielle de filtres destinés aux véhicules roulants. Ces filtres peuvent être à carburant, à huile ou à air ; et ils sont destinés aussi bien aux véhicules légers, aux poids lourds ou aux engins de travaux publics.

GIF a produit en moyenne 3 millions de filtres par an sur les trois dernières années. Sa production se répartit en : 58% filtres à huile, 32% filtres à carburant et 10% filtres à air.

La société est notamment spécialisée dans les filtres élaborés selon le procédé dit « chevron » (technique de plissage particulière). Procédé dont elle détient le brevet en co-propriété avec le leader européen du filtre auto : la société française Filtrauto (marque Purflux).

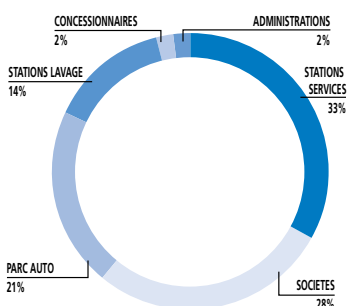
Parts de marché locales



Sur le marché local, GIF est leader avec 48% de parts de marché, l'autre acteur local (Misfat) détient 38% du marché et les 14% restant constituent le taux de pénétration des produits importés.

Le marché local bénéficie encore d'une protection douanière de l'ordre de 11% par rapport aux produits de l'UE. Cette protection sera totalement nulle en 2007. Malgré la baisse conséquente des barrières douanières depuis quelques années (le taux était de 25% en 2000) ; les filtres importés n'ont pas pénétré massivement le marché. La nécessité d'importer une large gamme de références ainsi que les gros investissements nécessaires à la maîtrise d'un circuit de distribution performant semblent être des barrières difficilement surmontables à ce jour.

Structure de la clientèle locale de GIF

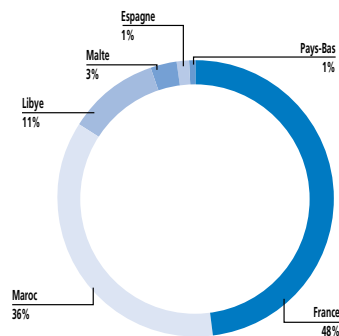


La taille du marché tunisien du filtre est estimée à environ 3.9 millions de filtres en 2003 (55% huile; 27% carburant ; 18% air). La capacité locale de production installée couvre largement les besoins nationaux.

La clientèle locale de GIF est très atomisée, puisque son plus important client pèse pour 100 mille dinars de chiffre d'affaires. La structure de la clientèle de GIF sur le local se présente comme suit : Stations services 33% ; Sociétés 28% ; Parc auto 21% ; Stations de lavage 14% ; concessionnaires 2% et administrations 2%.

Sur les marchés à l'exportation GIF est principalement positionnée sur les marchés français et marocain. GIF exporte environ le tiers de sa production avec plus de 1 million de filtres vendus à l'étranger en 2003. Plus de 80% du chiffre d'affaires à l'export est destiné à ces 2 marchés : 36% vers le Maroc et 48% vers la France.

Répartition des exportations 2003 par destination



La stratégie de la société à l'export est une stratégie de développement de sa « marque propre » dans le sens où GIF ne fait quasiment pas de sous-traitance pour d'autres marques et qu'elle tend à développer sa propre marque à l'international en ayant recours notamment à des distributeurs exclusifs des produits GIF sur ses marchés cibles.

La société adopte par ailleurs une stratégie prudente concernant les exportations à destination des pays voisins avec aucune exportation vers l'Algérie et des ventes limitées vers la Libye. Stratégie prudente envers la Libye par crainte d'un retour massif de la marchandise exportée via le marché parallèle (souvenons-nous de la STIP) ; stratégie prudente envers l'Algérie faute d'un marché suffisamment structuré.

Les Réalisations :

De l'analyse des résultats 2003 de la société (les chiffres 2004 ne sont pas encore disponibles) nous pouvons évoquer quelques constatations :

- Une stabilité des ventes à 9MDt environ

L'évolution des ventes de la société sur les 3 derniers exercices donnent l'image d'un marché (local) arrivé à maturité où les parts de marché sont désormais figées. Les prix pratiqués ne semblent pas connaître de fléchissement ; l'effet du démantèlement étant sans doute neutralisé par le renchérissement de l'Euro. Au niveau des exportations on observe une croissance de près de 7% du CA en 2003 ; le potentiel de croissance des revenus de la GIF semble essentiellement situé sur ce segment.

■ Un bon niveau de marge : marge brute de 58%

La marge brute dépasse les 58% ; la marge d'EBITDA atteint 24.4% et la marge nette est de 15.6%. La tendance 2003 est néanmoins plutôt orientée à la baisse la société ayant sans doute pâti du renchérissement des matières premières dont plus de 65% sont importées (principalement le papier et la tôle).

■ Un résultat net qui progresse (+17%) malgré la stabilité des revenus en 2003

La hausse de 17% du résultat net 2003 (à 1.4MDt) provient peu de l'exploitation (+2% pour le résultat d'exploitation) mais surtout de produits des placements (+100kDt) et d'une meilleure optimisation fiscale. Notons que malgré cette progression le résultat ne retrouve pas son niveau de 2001 (1.7MDt).

■ Une structure financière saine : zéro dette

Avec un niveau d'endettement nul et une trésorerie significative ; la société présente un bilan à faible profil de risque. Outre les revenus générés par cette trésorerie récurrente (3.2MDt de liquidités fin 2003) ; cette ligne stratégique (de non recours à l'endettement) lui permet de payer ses achats au comptant et à bon prix. Notons toutefois que les actionnaires ont effectué entre temps une ponction de 2MDt dans cette Trésorerie sous forme de distribution de réserves. Cette distribution ne modifie pas significativement sa structure bilantielle, la société pouvant être qualifiée de surcapitalisée à l'heure actuelle.

■ Une rentabilité perfectible : ROE ajusté de 12% en 2003

La sur-capitalisation de la GIF se retrouve dans son niveau de Rentabilité des fonds propres : ROE 2003 de 10% (12% en ajustant de la distribution de réserves). Notons que cette rentabilité dépassait les 15% en 2001.

Les perspectives :

Les perspectives de croissance top-line de la GIF se trouvent principalement à l'export. L'activité de la société sur le marché local sur lequel elle a un positionnement solide, devrait suivre l'évolution du marché dans son ensemble et notamment celle du parc automobile estimée à +4%-+5% par an environ. Comme le montre ses investissements récents (nouvelle chaîne de production de filtres à air), la société table par ailleurs sur une augmentation de la consommation de filtres à air dont le taux d'utilisation n'est pas en rapport avec les spécificités climatiques dans notre pays.

La structure financière de la société lui permettrait de saisir des possibilités de diversification ou d'accroissement de la production même si la capacité de production existante reste sous-utilisée. Au vue du business plan communiqué par la société, aucun investissement d'envergure n'est programmé sur les 5 prochaines années ; néanmoins il paraît probable que la société actualise ses investissements prévisionnels d'ici quelques mois. L'achat récent d'un terrain de plus de 3 hectares à l'entrée de Tunis laisse également entendre que de nouveaux investissements à moyen terme sont envisageables.

Pour ce qui est de l'exercice 2004 ; les résultats enregistrés au cours du premier semestre sont peu éclairants compte tenu de l'absence d'éléments de comparaison (pas de semestriels 2003 publiés). Nous pouvons juste évoquer que les ventes ont atteint 4.7MDt au cours des six premiers mois de

Des marges qui restent confortables

Le bottom line progresse plus vite que l'exploitation en 2003

Aucun recours au levier

Une société sur-capitalisée

Local : une croissance attendue en ligne avec celle du parc automobile

Export : imposer sa propre marque ne permet pas de faire du volume

Nouveaux investissements ? Tout est possible

Un résultat en progression de +9% attendu pour 2004

l'année et que le résultat net (compte tenu d'un impôt de 35%) atteint 531kDt. Toutefois, il paraît peu probable que la prévision sur l'année 2004 avancée dans le document de référence de l'OPV ne soit pas atteint soit un résultat net de 1.5MDt(+9%) et un chiffre d'affaires de 9.6MDt (+7%).

La valorisation correspond à l'Actif Net Réévalué

La valorisation :

Le prix proposé pour la mise en vente de la GIF (16.7MDt) correspond à son **Actif Net Réévalué** (16.6MDt) qui tient évidemment compte de la sortie des 2MDt de réserves distribuées en 2004. La réévaluation a porté sur les Actifs corporels de la société qui ont été estimés 1.5 fois plus cher que leur valeur comptable nette (11.4MDt contre 4.6MDt).

Des multiples conformes au marché (P/E03 ; 04e), voire décotés (P/E 05p)

En termes de multiples boursiers, la valorisation de la GIF correspond à un P/E 2003 de 11.8x (11.5x pour le marché), un P/E 2004e de 10.8x (10.7x pour le marché) et un P/E 2005p de 9.2x (10.1x pour le marché). Cette valorisation est donc conforme au marché voire décotée (de 9%) par rapport aux prévisions 2005.

Moins cher que ses pairs cotés (P/B 1.45x)

Pour ce qui est du multiple d'actif net, la GIF est proposée à un P/B 2003 (ajusté des distributions de réserves) de 1.45x ; la comparaison au P/B 2003 du marché (0.97x) est peu significative sachant que notre marché est dominé par des institutions financières valorisées pour la plupart à des multiples d'actif net inférieurs à 1x. Si l'on se limite à un échantillon¹ de sociétés industrielles cotées la valorisation dépasse les 2x l'actif net 2003 soit une décote de 28% pour le titre GIF par rapport à ses pairs.

Un rendement en dividende conforme au marché : 5%

Sur la base du rendement en dividende, la GIF propose un dividende de 0.750Dt/action soit un rendement de 5% pour l'exercice 2004. Ce rendement est conforme à la moyenne du marché. Gageons que le management mettra en place une politique de dividende en relation avec l'évolution des bénéfices contrairement à ce que laisse supposer le business plan (stabilité du dividende à 0.750Dt sur toute la période de projection).

Conclusion :

Dans un tissu économique tunisien où le recours excessif à l'endettement est souvent la règle, l'orthodoxie financière extrême (zéro dette) à laquelle GIF s'astreint fait figure d'exception. Il est évident que cela confère à la société un faible profil de risque.

GIF affiche certes une solide position de leader sur son marché (48% de parts de marché) ; mais ce marché offre vraisemblablement des perspectives de croissance modestes (+4%/+5% par an) dans un contexte de prix qui seront de plus en plus sous pression (effet du démantèlement).

La GIF offre un faible profil de risque. La stratégie prudente et le potentiel inexploité que l'on pressent motivent notre recommandation de souscrire à un titre proposé à un prix que l'on peut difficilement qualifier de cher.

Le potentiel de la société à l'export semble réel, compte tenu de la qualité de son produit (en sa qualité de co-proprétaire du procédé chevron) et de la proximité de deux grands marchés (Libye et Algérie) à ce jour inexploités ou très peu. La stratégie adoptée à l'export est ambitieuse (imposer sa propre marque) mais elle ne permet pas à la société de réaliser de gros volumes rapidement (contrairement à ce que permettrait la sous-traitance). Le souci majeur étant de ne pas sacrifier ses marges : l'activité continue d'offrir des marges confortables (15.6% de marge nette en 2003).

¹ Echantillon composé de : El Mazraa, SFBT, Air Liquide, Alkimia, ICF, Somocer, Sotuver, SIAME et STIP.

Du point de vue de la valorisation, nous l'avons vu, le prix proposé correspond à la réévaluation des actifs de la société. Les multiples de valorisation auxquels cette évaluation aboutit ne sont pas en décalage avec le marché avec notamment un rendement en dividende de 5%.

Avec 16.7MDt de capitalisation, la GIF viendra enrichir notre marché d'une nouvelle « small cap » compartiment apprécié par les investisseurs au cours des derniers mois.

Nous recommandons de souscrire à l'OPV.

	2001	2002		2003		2004e		2005p	
Ventes locales	6 760	6 884	1,8%	6 756	-1,9%	7 320	8,3%	7 663	4,7%
Ventes Export	1 814	2 142	18,1%	2 286	6,7%	2 323	1,6%	2 504	7,8%
Total ventes	8 574	9 026	5,3%	9 042	0,2%	9 643	6,6%	10 167	5,4%
Total produits d'exploitation	8 879	9 340	5,2%	9 458	1,3%	9 643	2,0%	10 167	5,4%
variation des stocks	-727	376	-151,8%	62	-83,5%				
Achats consommées	3 935	3 180	-19,2%	3 727	17,2%	4 051	8,7%	4 392	8,4%
<i>taux de marge brute</i>	<i>57,7%</i>	<i>63,2%</i>		<i>58,5%</i>		<i>58,0%</i>		<i>56,8%</i>	
Charges de personnel	1 557	1 611	3,5%	1 524	-5,4%	1 603	5,1%	1 636	2,1%
<i>Frais de perso. /CA</i>	<i>18,2%</i>	<i>17,9%</i>		<i>16,9%</i>		<i>16,6%</i>		<i>16,1%</i>	
Autres charges d'exploitation	1 174	1 327	13,0%	1 539	16,0%	1 613	4,8%	1 475	-8,6%
EBITDA	2 939	2 610	-11,2%	2 205	-15,5%	2 376	7,7%	2 664	12,1%
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>34,3%</i>	<i>28,9%</i>		<i>24,4%</i>		<i>24,6%</i>		<i>26,2%</i>	
Dotations amortissements									
& provisions	756	1 403	85,5%	1 131	-19,4%	836	-26,1%	819	-2,0%
Résultat d'exploitation	2 183	1 443	-33,9%	1 474	2,1%	1 540	4,5%	1 844	19,8%
<i>Marge d'exploitation</i>	<i>25,5%</i>	<i>16,0%</i>		<i>16,3%</i>		<i>16,0%</i>		<i>18,1%</i>	
Résultat financier	2	65	++	205	215,4%	100	-51,2%	61	-39,0%
Resultat courant avant impot	2 184	1 508	-31,0%	1 679	11,3%	1 640	-2,3%	1 905	16,1%
Autres gains / pertes	34	43	25,9%	46	6,9%	110	137,6%	170	54,5%
Résultat avant impôts	2 219	1 551	-30,1%	1 726	11,2%	1 750	1,4%	2 075	18,5%
IS	-501	-344	-31,4%	-315	-8,4%	-213	-32,4%	-263	23,6%
<i>Taux d'IS apparent</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,1%</i>		<i>18,2%</i>		<i>12,1%</i>		<i>12,7%</i>	
Résultat net	1 718	1 208	-29,7%	1 411	16,8%	1 538	9,0%	1 812	17,9%
<i>Marge nette</i>	<i>20,0%</i>	<i>13,4%</i>		<i>15,6%</i>		<i>15,9%</i>		<i>17,8%</i>	

Les comptes prévisionnels 2004e et 2005p sont issus du prospectus d'introduction

+ Acheter

ASSAD

Une vocation régionale

Industrie / Batterie Code REUTERS : ASSAD.TN

Actionnariat (après OPV) :

Famille KALLEL : 67%
Flottant : 33.33%

Prix de vente : 18.80Dt

Période de souscription :

Du 11 février au 11 mars 2005

Nombre de titres offerts : 480 000

Nombre de titres total : 1 440 000

Capitalisation boursière : 27.072MDt

Ratios de valorisation

(ASSAD / marché) :

P/E 03: 8.0x / 11.5x

P/E 04e: 16.5x / 10.7x

P/E 05p : 10.9x / 10.1x

P/B 03: 2.00x / 0.97x

Yield 04e: 4.5% / 5%

Valeur d'Entreprise : 33.6MDt

VE/CA : 155%

VE/EBIT : 17.4x

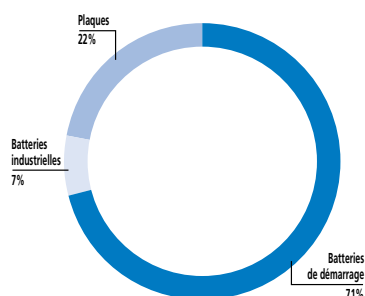
VE/EBITDA : 8.6x

ROE : 11%

Gearing 2003 : 49%

Opinion : Souscrire

Structure du Chiffre d'affaires 2003 de ASSAD



	BPA Dt	CFPA Dt	PER X	P/CF X	DIV PA Dt	YIELD %	ROE %
2002	1.01	2.00	18.6	9.4	0.750	4.0%	12%
2003	1.02	2.35	18.5	8.0	0.800	4.3%	11%
2004e	1.14	2.45	16.5	7.7	0.850	4.5%	12%
2005p	1.73	3.15	10.9	6.0	0.900	4.8%	17%

- Leader sur le marché local de la batterie de démarrage avec plus de 55% de parts de marché.
- Bonne maîtrise technologique de la fabrication de batteries.
- Forte part des exportations dans le chiffre d'affaires (42% en 2003) constituées principalement d'exportations de « plaques » vers le Moyen-Orient et de batteries de démarrage vers le Maghreb.
- Des marges sous pression dans un contexte de flambée des prix du plomb : matière première principale dans la fabrication des batteries.
- Une répercussion de la hausse des prix du plomb a été réalisée en 2004 et jouera pleinement sur l'exercice 2005.
- Un bilan équilibré avec une dette représentant moins de la moitié des fonds propres : la société a les moyens d'investir.
- Une stratégie de développement principalement axée sur l'export avec l'installation de chaînes de montages de batteries sur les marchés régionaux à commencer par l'Algérie dès 2005.
- En conséquence, les ventes à l'export devraient dépasser les ventes locales d'ici deux ans.
- Les principaux facteurs de risque découlent sur le marché local de la déprotection douanière qui devrait peser sur la part de marché de ASSAD et à l'exportation de la forte concentration des ventes de plaques sur un client unique en Iran .
- Un prix d'introduction qui est proche de l'Actif Net Réévalué de la société. Des multiples de valorisation qui se comparent favorablement aux sociétés industrielles cotées en termes de P/E 2004e et 2005e.
- La stratégie cohérente mise au service d'un produit à bon rapport qualité/prix devrait permettre à ASSAD de se développer à l'échelle régionale ; nous recommandons de **Souscrire à l'OPV**.

L'activité :

La société l'Accumulateur Tunisien ASSAD est spécialisée dans la fabrication de batteries. Les batteries de démarrage constituent le produit principal de ASSAD puisqu'elles représentent plus de 70% de son chiffre d'affaires ; la société produit également des batteries industrielles (7% du CA) ainsi que des « plaques » : intrant nécessaire à la fabrication des batteries ; ces plaques sont soit utilisées par la société dans la production de ses propres batteries, soit vendues à l'exportation (22% du CA) à des sociétés qui ne font que le montage de batteries.

Les batteries de démarrage sont principalement destinées aux véhicules roulant et les batteries industrielles au matériel de traction (chariots) ou aux applications stationnaires (télécom).

Les revenus de ASSAD sont à 58% issus du marché local et à 42% issus de ses exportations.

Sur le marché local, en ce qui concerne la batterie de démarrage ASSAD est en position de leader avec plus de 55% de parts de marché. L'autre acteur local (NOUR) détient environ 40% du marché et les 5% restants sont réalisés par les batteries importées. Pour ce qui est des batteries industrielles, la part du marché local détenue par ASSAD est estimée à 90%.

Notons que le marché local est protégé des importations en provenance de l'Union Européenne par un taux de douane de 19% (en 2004) qui se réduira progressivement jusqu'à disparaître complètement en 2008. Actuellement le différentiel de prix entre les batteries ASSAD et celles importées est de l'ordre de 35% en faveur d'ASSAD. Par ailleurs la maîtrise du circuit de distribution ainsi que l'importance du SAV et de la garantie constituent des avantages pour le produit local.

Sur les marchés à l'exportation ASSAD est présente sur deux produits : la batterie de démarrage et les plaques qui sont rappelés le un intrant dans la fabrication des batteries. Les batteries de démarrage représentent environ 44% du CA export, les plaques 55%.

ASSAD exporte ses batteries de démarrage principalement au Maghreb et en Europe ; tandis que les plaques sont destinées presque totalement à un client unique en Iran.

A l'export ASSAD est en concurrence avec des géants de taille mondiale (EXIDE, VARTA). Le décalage entre les prix pratiqués à l'exportation et ceux observés sur le marché local qui atteint 47% en 2003, reflète les efforts nécessaires pour remporter des contrats sur ces marchés. Même si l'on corrige le prix local du coût de la distribution et du SAV, ce décalage reste significatif.

Concernant les batteries de démarrage, la stratégie de ASSAD à l'exportation consiste à s'associer avec des professionnels locaux de la distribution de batteries. Bien que possédant toutes les certifications nécessaires lui donnant accès au marché des batteries de première monte ; la société ne s'intéresse pas, pour l'heure, à ce segment.

Pour ce qui est des plaques, la société compte réduire sa dépendance à un client unique par le biais d'une stratégie d'investissement dans des unités de montage de batteries qui se fourniront en plaques auprès de ASSAD. La première unité de ce type devrait entrer en activité dès 2005 sur le marché algérien.

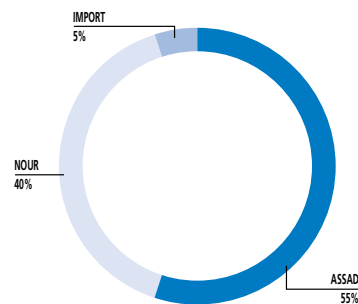
Le groupe ASSAD :

Que ce soit pour répondre à des opportunités sur le marché local ou pour mener au mieux sa stratégie à l'exportation tout en optimisant sa fiscalité, ASSAD a été amenée à créer plusieurs filiales dont l'activité est (pour la plupart) en relation directe avec la maison mère.

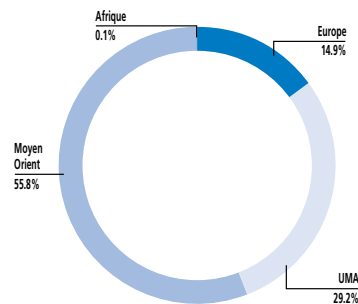
En plus de la société mère « L'accumulateur Tunisien ASSAD », le groupe ASSAD est ainsi composé de 6 autres sociétés :

- Trois d'entre elles (ASSAD Inter, ACE et Torus) servent à promouvoir et à réaliser les exportations du groupe.

Structure du marché local de la batterie de démarrage



Répartition des ventes export par destination



- Une quatrième (GEELEC) est en charge des importations de compléments de gamme non fabriqués par ASSAD et nécessaires à l'obtention de certains contrats locaux.
- Enfin, deux autres sociétés font partie du périmètre du groupe : SICAF ASSAD (société d'investissement) et POSEM (société spécialisée dans la distribution de produits médicaux).

En termes consolidés le groupe ASSAD représentait (en 2003) un chiffre d'affaires de 21.6MDt et dégagait un Résultat net de 1.5MDt pour des Fonds propres de 14.5MDt.

Les Réalisations :

Les états financiers 2003 consolidés de la société (les chiffres 2004 ne sont pas encore disponibles) suscitent les commentaires suivants :

- Un chiffre d'affaires en progression de +20%

La société a enregistré une bonne performance « top line » alimentée aussi bien par les ventes locales (+21%) qu'à l'exportation (+19%). Notons toutefois que cette hausse peut être qualifiée de rattrapage à la suite d'une mauvaise année 2002 en termes de ventes, puisque le chiffre d'affaires 2003 ne retrouve pas son niveau de 2001 (22.1MDt). Au niveau des prix de vente, on constate en 2003 une stabilité sur le marché local et des prix en baisse à l'exportation.

- Un taux de marge brute en baisse à 46%

Plus de 40% des achats de ASSAD concernent le plomb. L'évolution des prix de ce métal, coté au LME, a donc une influence notable sur la marge de ASSAD. Influence négative dans le contexte actuel où les cours du plomb sont au plus haut depuis plusieurs mois (cf. graphique) :



Source : LME

Toutefois, il est important de souligner que, compte tenu de sa sensibilité aux cours du plomb, la société a réalisé d'importants investissements (6MDt) afin de réaliser une nouvelle unité de recyclage de batteries usagées afin d'en récupérer le plomb. Cette unité est opérationnelle depuis 2003. Le recyclage permet à ASSAD de récupérer du plomb à un coût de revient 40% inférieur au plomb acheté sur le marché. La capacité de recyclage de cette unité couvre théoriquement bien plus que les besoins de ASSAD en plomb, mais la société se heurte à un problème de collecte et de disponibilité des batteries usagées. Actuellement, le plomb recyclé couvre 40% des besoins de ASSAD en plomb.

La question qui se pose concernant l'évolution des prix du plomb est celle de la répercussion de leur évolution sur le prix de vente. La réponse semble être en partie oui, puisque en 2004 la société a procédé à plusieurs ajustements à la hausse de ses prix de vente. L'année 2003 durant laquelle la flambée des cours du plomb avait débuté n'a pas bénéficié de cet ajustement.

- Un résultat net stable (+1%) malgré la forte hausse du CA

Les ventes en 2003 rattrapent le chemin perdu en 2002

Un contexte défavorable en matière de prix du plomb

Evolution du cours du plomb sur les trois dernières années :

Le plomb recyclé coûte beaucoup moins cher

La nouvelle unité de recyclage ne tourne pas encore à plein régime

La répercussion de la hausse du plomb sur le prix de vente jouera pleinement en 2005

Le taux de marge nette a baissé de plus de 1 point en 2003 à 6.6% alors que la marge d'EBITDA était restée stable à 18%. Le poids des amortissements supplémentaires liés aux investissements réalisés explique cette dégradation. Notons qu'entre 2001 et 2003, la dotation aux amortissements a augmenté de plus de 80% à 1.6MDt. Le résultat net consolidé du groupe atteint donc 1.461MDt en 2003 stable par rapport à 2002 et en retrait de 14% par rapport à 2001.

■ Une structure financière équilibrée : gearing de 48%

Avec 6.5MDt de dettes nettes contre 13.5MDt de fonds propres (après affectation) ASSAD affiche un gearing de 48%. La société a eu recours au levier financier pour financer des investissements industriels qui ont dépassé les 7MDt au cours des 3 derniers exercices (2001-2003). Notons que ASSAD a planifié près de 5MDt d'investissements supplémentaires sur la période 2004-2006 ; l'augmentation de capital de 2.3MDt prévue dans le cadre de l'introduction en bourse de la société s'inscrit dans le cadre du financement de ces investissements.

■ Une rentabilité au plus bas en 2003 : ROE de 11%

A 11%, la rentabilité des fonds propres de ASSAD est au plus bas en cette fin 2003. La faiblesse de la marge nette sur laquelle ont pesé, nous l'avons vu, les prix élevés du plomb et l'amortissement des nouveaux investissements en est la cause. En 2004, le ROE ne devrait pas enregistrer de rebond spectaculaire (12% attendus).

Les perspectives :

La croissance sera principalement alimentée par les exportations. Le business plan de la société prévoit que dès 2006 les ventes à l'export dépasseront les ventes locales.

Sur le marché local ASSAD pourra difficilement gagner de nouvelles parts de marché et sa croissance devrait au mieux suivre le rythme d'évolution du marché dans son ensemble. Le rythme d'évolution du marché des batteries sera inférieur à l'évolution du parc automobile compte tenu de l'amélioration de ce dernier et de la performance accrue des batteries.

A l'export, la société mise sur des ventes en forte augmentation : +22% par an en volume entre 2004 et 2009. En plus du développement du circuit de commercialisation existant, le lancement de nouvelles filiales est mis au service de ces objectifs avec dès 2005 (1) le lancement de SAPHIR (détenue à 66% par ASSAD) : société spécialisée dans la production de batteries industrielles de type étanches (vouées à l'export) en association avec un partenaire français et (2) l'entrée en activité d'une filiale (à 66%) algérienne de montage de batteries dont les plaques seront achetées auprès de ASSAD.

Concernant l'exercice 2004, notons que les résultats du premier semestre (que nous ne pouvons comparer aux semestriels 2003 qui ne sont pas disponibles) font état d'un Chiffre d'affaires de 11.7MDt et d'un Résultat net de 0.6MDt.

En termes de performance financière et toujours sur la base des comptes consolidés, l'exercice 2004 dans son ensemble ne devrait pas trancher avec les réalisations de 2003 : marge brute stable, faible marge nette et ROE perfectible. Les prévisions de la société font état d'un chiffre d'affaires en progression de plus de 20% et d'un Résultat net consolidé de l'ordre de 1.6MDt (+12%).

Le poids du plomb, et des investissements pénalisent les exercices 2003 & 2004

La société a les moyens d'investir

Une rentabilité perfectible

Bientôt, les exportations dépasseront les ventes locales

Marché local : faible croissance attendue

Export : de fortes ambitions notamment régionales

Performance financière : 2004 dans la continuité de 2003

Rebond attendu pour 2005 grâce à un effet prix

C'est en effet pour 2005 que l'amélioration de la rentabilité devrait se matérialiser avec notamment un gain de 2 points de marge nette soit un Résultat net de l'ordre de 2.5MDt (+52% !). Ce rebond s'expliquant principalement par un effet prix : l'augmentation des prix de ventes réalisées en cours d'année 2004 (en janvier, juillet et novembre) jouant pleinement sur l'exercice 2005.

Décote de 9% par rapport aux méthodes prospectives

La valorisation :

L'introduction en bourse de ASSAD se fait sur la base d'une valorisation de la société à 27.072MDt soit 18.80Dt par action. Sur la base de méthodes d'évaluation qui se basent toutes sur des projections de l'activité de ASSAD à l'horizon 2009, la société a été évaluée à 20.60Dt par action en moyenne. Le prix proposé est donc décoté de près de 9% par rapport à ces méthodes prospectives.

Décote de 8% par rapport à l'ANR

L'évaluateur a par ailleurs fourni, à titre indicatif (càd qui n'entre pas en compte dans le calcul de l'évaluation moyenne) une valorisation sur la base de l'Actif Net Réévalué qui aboutit à 20.47Dt par action. Le prix proposé serait donc décoté de 8% par rapport à l'ANR.

Sur la base d'une réévaluation de l'actif net de la société selon des critères encore plus conservateurs: (1) sans intégrer une évaluation du goodwill (donc sans donner aucune valeur à la marque) estimé par l'évaluateur à 15% du chiffre d'affaires (soit 3.9MDt) et (2) en appliquant un taux d'imposition de 20% (minimum d'IS) aux plus values latentes dégagées par la réévaluation ; on aboutit à une valorisation de 17.3Dt par action qui reste proche du prix proposé (écart de moins de 9%).

En termes de multiples boursiers, la valorisation de ASSAD doit être comparée à la valorisation d'autres sociétés industrielles cotées sur notre marché. Les multiples moyens du marché dans son ensemble sont en effet fortement influencés par les faibles niveaux de valorisation des titres bancaires et financiers en général.

La comparaison des multiples de valorisation de ASSAD avec ceux d'un échantillon¹ de valeurs industrielles cotées donne les résultats suivants :

- P/E 2003 ASSAD 18.5x ; P/E 2003 échantillon 15.7x
- P/E 2004e ASSAD 16.5x ; P/E 2004 échantillon 22.1x
- P/E 2005e ASSAD 10.9x ; P/E 2005e échantillon 13.9x

La valorisation de ASSAD est dans l'ensemble décotée par rapport à ses pairs en termes de multiples de bénéfices.

Pour ce qui est du multiple d'actif net ASSAD sera introduite à un P/B de 2x, ce qui est conforme à la moyenne de notre échantillon.

Enfin, en termes de rendement en dividendes ; le titre ASSAD offre une rémunération de 4.5% au titre de l'exercice 2004 qui se compare à un rendement moyen de 5% pour les sociétés industrielles cotées.

Conclusion :

Grâce à sa maîtrise technologique et à une bonne image de marque ASSAD s'est vraisemblablement durablement imposée comme le leader du marché tunisien de la batterie avec plus de 55% de parts de marché.

¹ Echantillon composé de : SFBT, Air Liquide, Alkimia, ICF, Somocer, Sotuver, SIAME et STIP.

Le potentiel de croissance limité du marché local a amené ASSAD à miser très tôt sur le développement à l'export ; à l'heure actuelle plus de 40% des ventes d'ASSAD sont destinées à l'exportation et celles-ci devraient dépasser les ventes sur le marché local d'ici deux ans.

Pour mener à bien ses objectifs ambitieux de ventes à l'export, ASSAD a établi une stratégie de délocalisation et de partenariat : (1) Partenaires spécialisés dans la distribution de batteries sur les marchés européens (2) partenaires techniques pour le développement de nouveaux produits et (3) délocalisation de chaînes de montages de batteries sur des marchés porteurs de la région : la première entrera en activité en Algérie d'ici quelques mois.

Du point de vue de la valorisation, nous l'avons vu, le prix proposé se compare favorablement aux autres sociétés industrielles cotées. De plus, la stratégie cohérente mise au service d'un produit à bon rapport qualité/prix devrait permettre à ASSAD de se développer à l'échelle régionale.

Nous recommandons de souscrire à l'OPV.

	2001	2002	2003	2004e	2005p				
Ventes locales	14 943	10 319	-30,9%	12 505	21,2%	13 419	7,3%	15 169	13,0%
Ventes Export	7 065	7 640	8,1%	9 099	19,1%	12 696	39,5%	14 483	14,1%
Total ventes	22 008	17 959	-18,4%	21 604	20,3%	26 115	20,9%	29 652	13,5%
Total produits d'exploitation	22 144	18 054	-18,5%	21 646	19,9%	26 115	20,6%	29 652	13,5%
variation des stocks	688	-1 095	-259,2%	1 302	-218,9%	0	-100,0%	0	#DIV/0!
Achats consommés	13 218	10 279	-22,2%	10 320	0,4%	14 045	36,1%	15 447	10,0%
<i>taux de marge brute</i>	<i>37,2%</i>	<i>49,1%</i>		<i>46,3%</i>		<i>46,2%</i>		<i>47,9%</i>	
Charges de personnel	3 057	3 358	9,8%	3 737	11,3%	4 505	20,6%	5 189	15,2%
<i>Frais de perso. /CA</i>	<i>13,8%</i>	<i>18,6%</i>		<i>17,3%</i>		<i>17,3%</i>		<i>17,5%</i>	
Autres charges d'exploitation	2 148	2 244	4,5%	2 393	6,6%	2 732	14,2%	2 902	6,2%
EBITDA	3 033	3 268	7,7%	3 894	19,2%	4 833	24,1%	6 114	26,5%
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>13,7%</i>	<i>18,1%</i>		<i>18,0%</i>		<i>18,5%</i>		<i>20,6%</i>	
Dotations amortissements & provisions	1 056	1 467	38,9%	1 958	33,5%	1 894	-3,3%	2 048	8,1%
Résultat d'exploitation	1 977	1 801	-8,9%	1 936	7,5%	2 939	51,8%	4 066	38,3%
<i>Marge d'exploitation</i>	<i>8,9%</i>	<i>10,0%</i>		<i>8,9%</i>		<i>11,3%</i>		<i>13,7%</i>	
Résultat financier	-371	-420	13,2%	-545	29,8%	-1 079	98,0%	-1 237	14,6%
Resultat courant avant impot	1 606	1 381	-14,0%	1 391	0,7%	1 860	33,7%	2 829	52,1%
Autres gains / pertes	304	220	-27,6%	226	2,7%	0	-100,0%	0	#DIV/0!
Résultat avant impôts	1 910	1 601	-16,2%	1 617	1,0%	1 860	15,0%	2 829	52,1%
IS	-195	-188	-3,6%	-189	0,5%	-223	18,0%	-339	52,0%
<i>Taux d'IS apparent</i>	<i>10,2%</i>	<i>11,7%</i>		<i>11,7%</i>		<i>12,0%</i>		<i>12,0%</i>	
Résultat net	1 715	1 413	-17,6%	1 428	1,1%	1 637	14,6%	2 490	52,1%
<i>Marge nette</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,8%</i>		<i>6,6%</i>		<i>6,3%</i>		<i>8,4%</i>	
Résultat net part du groupe	1 694	1 455	-14,1%	1 462	0,5%	1 637	12,0%	2 490	52,1%

Les comptes prévisionnels 2004e et 2005p sont issus du prospectus d'introduction

N.B. : Les comptes présentés ci-dessus ainsi que ceux analysés dans le cadre de la présente étude sont des Etats financiers consolidés du groupe ASSAD.

Une position forte sur le local, et une croissance qui sera alimentée par un plan cohérent de développement des exportations ajoutés à une valorisation qui se compare favorablement à ses pairs motivent notre recommandation de souscrire

+ Acheter

Banque de l'Habitat

Résultats provisoires 2004

Bancaire Code REUTERS : BH.TN

Actionnariat :

Etat Tunisien	32.6%
ETAP (public)	16.6%
Autres	50.8%

Cours :

9.30Dt (11/2/2005)

Capitalisation boursière :

139.5MDt

Performance :

(BH/Tunindex)

YTD 2005 : +0.9% / -0.1%

En 2004 : +17.1% / +6.5%

1 mois : +1.1% / -0.4%

3 mois : +1.1% / -1.6%

12 mois : +15.0% / +4.6%

Ratios de valorisation :

(BH/secteur bancaire)

PE 2004: 7.4x / 9.7x

P/B 2003: 0.8x / 0.8x

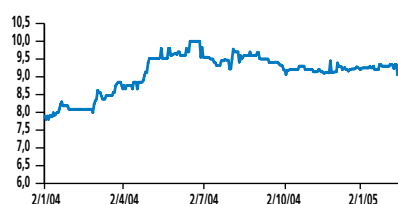
Yield 2004: 6.5% / 5%

ROE 2004 : 10.2%

Taux de NPL 2003 : 17%

Couverture des NPL 2003 : 30%

Cours ajusté (BH)



en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
PNB	84 523	93 620	+11%	86 417	-8%	104 037	+20%
Dotation aux provisions s/ Créances*	10 966	16 226	+48%	11 593	-29%	24 848	+114%
Résultat net*	21 049	17 039	-19%	16 441	-4%	18 843	+15%
Résultat Avant Provisions s/ Créances	32 015	33 265	+4%	28 034	-16%	43 691	+56%

* Publié

Forte progression du PNB (+20.4%) à 104MDt. Toutes les composantes du PNB de la banque enregistrent une progression significative : la marge d'intérêt progresse de 21% et représente 69% des revenus de la banque ; la marge sur commissions (+14.5%) représente 17% du PNB et les autres revenus (+25.7%) s'approchent des 14%.

Malgré un coût du risque publié qui augmente de 114% avec près de 25MDt de dotations aux provisions sur créances ; le résultat net de la banque enregistre une progression significative de +14.6% à 18.8MDt. En réalité, si l'on tient compte des provisions complémentaires effectuées en 2003 par prélèvement sur les réserves de la banque, et en émettant l'hypothèse que la BH n'en effectuera pas au titre de l'exercice 2004 (comme semble l'indiquer le montant élevé des provisions comptabilisées au niveau du compte de résultat) ; les taux de progression pour l'année 2004 deviennent : +23% pour les provisions et +140% pour le résultat net.

Nous venons de le voir, l'interprétation de certains agrégats des comptes provisoires doit être nuancée ; sachant que par le passé la politique de provisionnement des banques n'était pas totalement reflétée par les états financiers provisoires (prélèvements de réserves affectées en provisions lors des AGO). Il nous paraît donc plus confortable de ne regarder au niveau des comptes provisoires que l'évolution du Résultat Avant Provisions sur créances (RAP) que nous définirons comme étant le Résultat net + la Dotation aux provisions sur créances. En ce qui concerne la BH, cet agrégat progresse de +56% à 43.7MDt en 2004, une belle performance.

Cette performance découle principalement de la reprise enregistrée au niveau des revenus de la banque (rappelons que la PNB avait baissé de près de 8% en 2003) ; d'autres éléments tels que (1) la progression des Autres produits d'exploitation (+0.8MDt) suite à l'apurement de certains comptes logement ou encore (2) un recours (de nouveau) à l'optimisation fiscale (IS en baisse de 1.6MDt) ; ont contribué à l'amélioration des résultats de la banque.

Le coefficient d'exploitation (CE) a naturellement bénéficié de la progression du PNB et atteint 57% (contre 64.6% en 2003) niveau inférieur au CE de 2002 (58%).

Pour conclure, nous soulignerons que d'autres questions restent en suspens dans l'attente des comptes définitifs et des notes aux états financiers. La principale étant : l'évolution du niveau des créances classées et de leur couverture par les provisions.

+ Acheter

BIAT

Résultats provisoires 2004

Bancaire Code REUTERS : BIAT.TN

Actionnariat (juin 2004) :

San Paolo Imi spa	5.6%
Gpe Med Sadok Driss	5.2%
Gpe Hachicha	5.2%
Ste Civile & Immob.	4.9%
Mr Mokhtar Fakhfakh	3.4%
Mr Béchir Tamarziste	2.9%
Mr Habib Bourguiba Jr	2.3%
Société Marseillaise de Crédit	1.6%
Natexis BP	1.6%
The National Commercial	
Bank of Jeddah	1.6%
Autres	65.7%

Cours :

20.06Dt (11/2/2005)

Capitalisation boursière :

240.7MDt

Performance :

(BIAT/Tunindex)

YTD 2005 : +3.9% / -0.1%

En 2004 : +14.2% / +6.5%

1 mois : +4.5% / -0.4%

3 mois : +5.9% / -1.6%

12 mois : +18.7% / +4.6%

Ratios de valorisation :

(BIAT/secteur bancaire)

PE 2004: 14.6x / 9.7x

P/B 2003: 1.1x / 0.8x

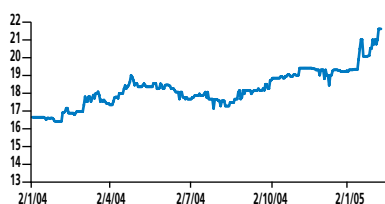
Yield 2004: 6% / 5%

ROE 2004 : 7.2%

Taux de NPL 2003 : 17%

Couverture des NPL 2003 : 40%

Cours ajusté (BIAT)



en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
PNB	149 149	157 790	+6%	158 306	+0%	169 114	+7%
Dotation aux provisions s/ Créances*	23 268	31 214	+34%	32 227	+3%	42 953	+33%
Résultat net*	33 603	22 418	-33%	22 223	-1%	16 454	-26%
Résultat Avant Provisions s/ Créances	56 871	53 632	-6%	54 450	+2%	59 407	+9%

* Publié

Le PNB est à nouveau en hausse (+7%) après la stagnation enregistrée en 2003. Cette reprise du chiffre d'affaires de la banque est principalement due à l'augmentation des revenus du portefeuille titres de plus de 10MDt (+38%) tandis que la marge d'intérêt diminue de 3%. La structure du PNB de la BIAT en 2004 s'est nettement modifiée avec la marge d'intérêt qui ne représente plus que 54% des revenus (59.4% en 2003) et des Autres revenus (issus du portefeuille et des opérations de change) qui représentent désormais 25% du PNB de la banque contre 19% en 2003. Le poids de la marge sur commissions reste quant à lui inchangé à 21.2%.

Du côté des charges, à noter la forte augmentation du coût du risque avec une augmentation de +33% des dotations aux provisions (publiées) à près de 43MDt. En retraitant les dotations de 2003, la hausse n'est plus que de +12.7%.

Le coefficient d'exploitation de la banque enregistre une nouvelle hausse à 63% (62.5% en 2003). Les frais de personnel (qui absorbent 38% du PNB !) et les dotations aux amortissements (+12% : effet nouveau siège) expliquent cette aggravation.

Le résultat net publié enregistre une forte baisse (-26%) à 16.5MDt. En retraitant le résultat 2003 (des provisions complémentaires) le résultat est stable (+0.8%) en 2004.

Afin de neutraliser l'effet des compléments de dotations aux provisions qui ont été faits au titre de l'exercice 2003 ou qui seront faits au titre de 2004 ; nous considérerons l'évolution du Résultat Avant dotations aux Provisions sur créances comme étant le meilleur indicateur « bottom line » des résultats provisoires. Pour ce qui est de la BIAT le RAP enregistre une évolution de +9.1% en 2004 pour atteindre 59.4MDt.

La forte proportion de cet agrégat (au moins 72%) sera destinée à la couverture du risque créance. La banque semble accélérer son programme de constitution de provisions afin d'atteindre un taux de couverture des mauvaises créances conforme aux standards internationaux.

+ Acheter

Banque de Tunisie

Résultats provisoires 2004

Bancaire Code REUTERS : BT.TN

Actionnariat :

Groupe CIC	19.9%
Mr Abdellatif Fekih	8.1%
Autres	72%

Cours :

68.00Dt (11/2/2005)

Capitalisation boursière :

340.0MDt

Performance :

(BT/Tunindex)

YTD 2005 : +4.0% / -0.3%

En 2004 : +28.8% / +6.5%

1 mois : +1.0% / -0.4%

3 mois : +8.8% / -1.6%

12 mois : +37.0% / +4.6%

Ratios de valorisation :

(BT/secteur bancaire)

PE 2004: 10.7x / 10.0x

P/B 2003: 1.4x / 0.8x

Yield 2004: 3.5% / 5%

ROE 2004 : 13.4%

Taux de NPL 2003 : 8%

Couverture des NPL 2003 : 83%

en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
PNB	74 507	83 380	+12%	83 475	+0%	81 517	-2%
Dotation aux provisions s/Créances	8 500	15 170	+78%	12 800	-16%	8 500	-34%
Résultat net	28 878	30 033	+4%	30 223	+1%	31 662	+5%
Résultat Avant Provisions s/Créances	37 378	45 203	+21%	43 023	-5%	40 162	-7%

Le PNB de la banque enregistre une baisse de -2.3% à 81.5MDt ; cette baisse provient de l'érosion de -5.3% de la marge d'intérêt, tandis que les commissions progressent de +5.7% et les produits du portefeuille de +2%. A l'arrivée la structure du PNB évolue vers une augmentation (souhaitable) de la part des commissions (près du 18% du PNB) qui couvrent désormais 77% des frais de personnel.

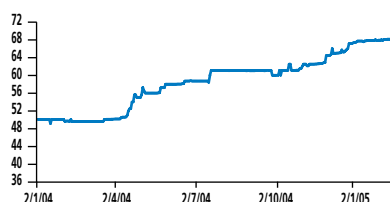
Le coefficient d'exploitation de la BT augmente à 38.8% (+2.6 points) conséquence principalement de la baisse du PNB puisque l'évolution des charges d'exploitation semble bien maîtrisée : frais de personnel (+4%); autres charges d'exploitation (+1.2%).

Le coût du risque baisse grâce à la qualité du portefeuille de la banque (plus faible taux de NPL du secteur à 8% en 2003) les dotations aux provisions sur créances diminuant de -33.6% à 8.5MDt.

La baisse du coût du risque permet à la BT d'afficher une progression de son Résultat net (+5% à 31.7MDt) malgré l'érosion de ses revenus. La rentabilité des fonds propres (ROE) de la BT baisse de 50pb à 13.4% (13.9% en 2003); et la rentabilité de l'actif (ROA) se maintient à 2%.

Enfin, signalons que la BT a enregistré une progression de 4% de ses créances sur la clientèle et une quasi-stagnation des dépôts de la clientèle (+1%) avec notamment une diminution des dépôts à vue de -8.6%. Cette diminution des dépôts non rémunérés de la BT tandis que les comptes épargne (certes plus stables mais également plus coûteux) augmentaient de 9% a sans doute pesé sur la marge d'intérêt de la banque en 2004.

Cours ajusté (BT)



+ Acheter

SFBT

Résultats consolidés 2004

Brasserie & Boissons Code REUTERS : SFBT.TN

Actionnariat :

Groupe CASTEL	49.1%
BNA Participations	10.4%
STAR	8.6%
STB Participations	3.6%
Autres	28.4%

Cours :

41.80Dt (18/2/2005)

Capitalisation boursière :

401.3MDt

Performance :

(SFBT/Tunindex)

YTD 2005 : +3.2% / +0.1%

En 2004 : -10.7% / +6.5%

1 mois : +3.2% / -0.02%

3 mois : -0.5% / -1.0%

12 mois : -10.2% / +5.1%

Ratios de valorisation :

(SFBTconsolidé/marché)

PE 2004: 10.0x / 11.2x

P/B 2003: 2.3x / 1.0x

Yield 2004: 5.7% / 5%

Valeur d'Entreprise : 353.8MDt

VE/CA : 100%

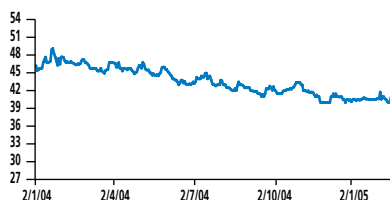
VE/EBIT : 6.2x

VE/EBITDA : 4.2x

ROE 2004 : 23.8%

Gearing 2004 : -21%

Cours ajusté (SFBT)



en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004	var
Revenus	237 940	235 448	-1%	258 639	+10%	352 410	+36%
EBITDA	73 119	73 004	-0%	74 251	+2%	83 429	+12%
Résultat d'exploitation	52 527	52 896	+1%	49 614	-6%	57 270	+15%
Résultat financier	-2 694	-2 473		2 112		2 178	+3%
Résultat net part du groupe	32 018	34 472	+8%	36 572	+6%	41 012	+12%

Le chiffre d'affaires consolidé du groupe SFBT a gagné près de 100MDt en un an. Cette augmentation de 36% des revenus du groupe a principalement été alimentée par la nouvelle activité du groupe (lancée en septembre 2003) : le lait avec plus de 66MDt de ventes en 2004.

Pour ce qui est des activités traditionnelles du groupe, l'année 2004 aura enregistré une progression à deux chiffres de leurs ventes et ce malgré des conditions climatiques défavorables au cours du deuxième semestre :

■ Boissons gazeuses : +12.7% à 142MDt

■ Bière : +13.3% à 101MDt

Pour la bière, la SFBT a bénéficié d'un double effet quantité et prix (+2% en mai 2004).

Pour les boissons gazeuses, la performance est d'autant plus remarquable que ce marché dans son ensemble s'est rétréci en 2004. La SFBT a donc renforcé ses parts de marchés en 2004 aux dépens de son concurrent Virgin. L'implication de la SFBT dans le lait porte donc déjà ses fruits.

Il faut rappeler que la principale motivation de la SFBT de se lancer dans la filière lait découlait de la volonté de contrer son principal et récent concurrent dans les boissons gazeuses, Virgin. Ce dernier avait réussi en 2003 à réaliser une percée significative sur le marché traditionnel de la SFBT en s'accaparant près de 12% du marché grâce à une stratégie de ventes liées de boissons gazeuses et de lait, produit sur lequel le groupe propriétaire de Virgin est leader en Tunisie (Danone Délice). En 2004, il semblerait que la part de marché de Virgin soit redescendue aux alentours de 8%.

La faible rentabilité du lait se retrouve dans les comptes de la SFBT puisque malgré une augmentation de +36% du chiffre d'affaires du groupe, le Résultat d'exploitation ne progresse « que » de +15%. L'activité lait tire la marge du groupe vers le bas : marge d'exploitation en baisse de 3 points à 16.3%.

L'exercice 2004 se solde par un Résultat net part du groupe en progression de +12% à 41MDt soit une rentabilité des fonds propres appréciable de 23.8%.

+ Acheter**MONOPRIX****Résultats provisoires 2004**

Distribution généraliste Code REUTERS : MNP.TN

Actionnariat :

EXIS (Groupe Mabrouk)	59%
Maghreb Invest	8.4%
Monogro	5.9%
SIM	3.8%
Autres	23%

Cours :

38.78Dt (18/2/2005)

Capitalisation boursière :

71.7MDt

Performance :**(Monoprix/Tunindex)**

YTD 2005 : +22.7% / +0.1%

En 2004 : +33.6% / +6.5%

1 mois : +19.3% / -0.02%

3 mois : +27.1% / -1.0%

12 mois : +52.6% / +5.1%

Ratios de valorisation :**(Monoprix/marché)**

PE 2004: 11.4x / 11.2x

P/B : 2.6x / 1.0x

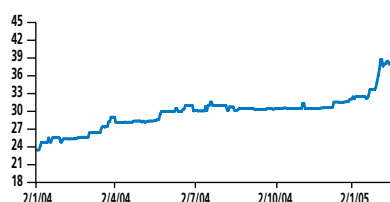
Yield 2004: 6.4% / 5.1%

Valeur d'Entreprise : 76.2MDt

VE/CA : 52%

VE/EBIT : 13.7x

VE/EBITDA : 9.4x

ROE 2004 : 24.8%**Gearing 2004 : 17%****Cours ajusté (MONOPRIX)**

en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
Revenus	68 210	88 617	+30%	117 725	+33%	146 147	+24%
Marge brute	10 438	12 820	+23%	17 025	+33%	23 376	+37%
Résultat d'exploitation	3 738	3 584	-4%	4 374	+22%	5 573	+27%
Résultat financier	1 433	1 395	-3%	1 114	-20%	1 860	+67%
Résultat net	4 366	4 242	-3%	4 261	+0%	6 314	+48%

Monoprix a publié des résultats provisoires 2004 en forte progression par rapport à 2003.

Au delà de la hausse du chiffre d'affaires de +24% qui constitue un rythme de croissance auquel Monoprix nous a habitué au cours des dernières années ; l'élément marquant de l'exercice 2004 est le retour à la hausse du taux de marge brute du distributeur.

La stratégie de développement du réseau mise en place par Monoprix depuis plusieurs années commence à porter ses fruits en termes de rentabilité.

Rappelons en effet qu'en l'espace de 5 ans Monoprix a doublé son nombre de points de ventes et a plus que triplé son chiffre d'affaires. Concomitamment ses achats de marchandises sont passés de 38.5MDt en 1999 à près de 127MDt en 2004 ; faisant évoluer favorablement son poids dans la négociation avec ses fournisseurs.

Après quatre années consécutives de baisse du taux de marge brute de l'enseigne (17.5% en 1999 → 14.5% en 2003) l'année 2004 marque une inversion de cette tendance avec un gain significatif de 1.5 point à 16%.

Soulignons par ailleurs que l'analyse des comptes consolidés donnerait une meilleure idée du niveau et de l'évolution de la marge brute du distributeur, sachant que Monoprix détient Monogros filiale faisant office de centrale d'achat.

L'amélioration de la marge ne se retrouve pas au niveau de l'exploitation ; puisque la marge opérationnelle de la chaîne est quasiment stable à 3.8% (3.7% en 2003). L'augmentation des charges d'exploitation a concerné notamment les frais de personnels (+38%) qui représentent désormais 6% du CA contre 5.4% en 2003.

Le Résultat financier 2004 de Monoprix constitue une autre bonne surprise. Alors que la société annonçait un nouveau recul de ses produits financiers en 2004 (cf. rapport annuel 2003) ceux-ci augmentent de +77% à 2.1MDt.

A l'arrivée, le Résultat net 2004 atteint un niveau record de 6.3MDt (+48%) qui permettra à Monoprix de verser un dividende de 2.5Dt par action en progression de 39%.



SPDIT

Résultats provisoires 2004

Fonds d'investissement Code REUTERS : SPDIT.TN

Actionnariat :

Groupe SFBT 84%
Flottant 16%

Cours :

26.02Dt (21/2/2005)

Capitalisation boursière :

87.4MDt

Performance :

(SPDIT/Tunindex)

YTD 2005 : +3.0% / -0.5%

En 2004 : +15.7% / +6.5%

1 mois : +0.1% / +0.2%

3 mois : +0.1% / -0.8%

12 mois : +22.4% / +5.6%

Ratios de valorisation :

(SPDIT/marché)

PE 2004: 9.6x / 11.1x

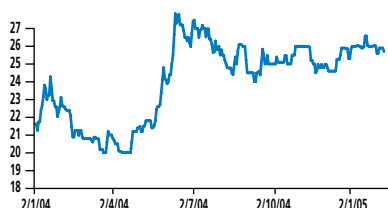
P/B: 2.0x / 0.9x

Yield 2004: 5.4% / 5.1%

Actif Net Réévalué : 105MDt

ROE 2004 : 23.2%

Cours ajusté (SPDIT)



en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
Produits d'exploitations	6 217	23 020	+270%	12 414	-46%	10 394	-16%
dont dividendes des participations groupe	3 492	4 651	+33%	9 197	+98%	5 568	-39%
dont reprises de provisions	29	204	+600%	1 190	+484%	1 949	+64%
Dotations aux provisions	2 011	2 878	+43%	1 321	-54%	650	-51%
Résultat net	3 868	19 504	+404%	10 189	-48%	9 110	-11%

Le fonds d'investissement du groupe SFBT a publié un résultat net 2004 légèrement inférieur à nos attentes à 9.11MDt (estimations de 10MDt). Le résultat net s'affiche donc en baisse de 11% par rapport à l'année 2003.

En 2004, la SPDIT a enregistré une diminution de 16% de ses produits suite à une moindre remontée de dividende en provenance des sociétés du groupe SFBT (-39% à 5.6MDt). Il est vrai que les dividendes perçus en 2003 avaient un caractère exceptionnel puisque les résultats 2002 (distribués en 2003) avaient bénéficié des fortes plus values liées à la restructuration des participations du groupe.

La relativement bonne tenue du marché financier en 2004 a permis à la SPDIT de récupérer une partie de la baisse de ses revenus en provenance du groupe sur son exposition en valeurs cotées.

Rappelons que le portefeuille de la SPDIT comprend environ 13MDt de titres cotés et les bonnes performances de certaines de ces valeurs en 2004 ont généré des reprises de provisions en forte augmentation (+64% à 2MDt) sans parler des plus values latentes sur certains titres qui n'impactent pas le résultat (1MDt de plus values latentes environ). Par ailleurs l'amélioration de la conjoncture boursière a également permis de diminuer la charge de provisionnement de l'exercice (-51%).

A l'arrivée, l'exercice 2004 se solde par un résultat net de plus de 9MDt. Sur cette somme le management a décidé de distribuer un peu plus de la moitié soit 4.7MDt (1.4Dt/action +17% par rapport à 2003) sous forme de dividendes et de renforcer cette année encore les réserves de la société. Le pay out de la SPDIT nous paraît cette année encore insuffisant sachant que le fonds d'investissement détient déjà près de 23MDt de billets de trésorerie et de placements monétaires et que la société n'investit quasiment plus dans de nouvelles actions.

Le fait que près de la moitié de l'actif de la SPDIT soit placé en billets de trésorerie et en placements monétaires modifie le profil du fonds. Certes cela abaisse son profil de risque ; mais cela abaisse également les perspectives de gains.

+ Acheter**SOTUVER****Résultats provisoires 2004**

Industrie du verre Code REUTERS : STVR.TN

Actionnariat

Khaled Chahed	30%
Noureddine Chahed	13.3%
EURO ART	12.8%
SIM SICAR	9.6%
Autres	34.2%

Cours :

13.6Dt (08/02/2005)

Capitalisation boursière :

17.2MDt

Performance :**(SOTUVER/Tunindex)**

YTD 2005 : -3.6% / -0.3%

En 2004 : +71% / +6.5%

1 mois : -2.8% / -0.4%

3 mois : -6.9% / -1.6%

12 mois : +64.6% / +4.6%

Ratios de valorisation :

PE : 33x

P/B : 1x

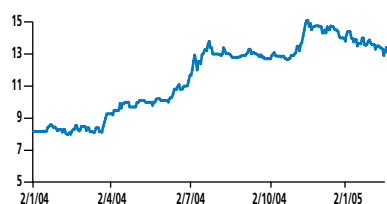
Yield : 0%

Valeur d'Entreprise : 40MDt

VE/CA : 220%

VE/EBIT : 21.3x

VE/EBITDA : 5.8x

ROE 2004 : 2.4%**Cours ajusté (SOTUVER)**

en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
Chiffre d'affaires	12 840	11 580	-10%	10 297	-11%	17 947	+74%
Résultat d'exploitation	1 920	873	-55%	-1 584		1 890	
Résultat financier	-256	-53		-856		-2 044	
Résultat net	2 947	897	-70%	-2 885		515	

Créée en 1966, la Société Tunisienne de Verrerie garde toujours sa position quasi monopolistique sur le marché tunisien du verre creux. Son activité consiste à produire du verre d'emballage pour le conditionnement des produits agroalimentaires (notamment les eaux minérales les boissons gazeuses et les boissons alcoolisées), les produits pharmaceutiques et les produits de parfumerie.

En 2002, la société a démarré un projet de construction d'une nouvelle unité de production de verre à Djebel El Ouest en remplacement de l'ancienne usine de Mégrine. Le budget alloué à ce projet est de l'ordre de 57MDt, un investissement lourd mais qui présente de belles perspectives pour la société lui offrant un important potentiel de développement.

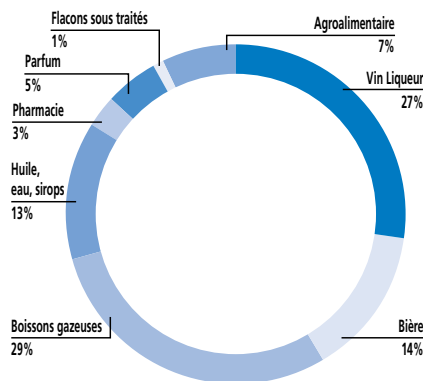
A partir de l'année 2004, la SOTUVER a commencé à tirer pleinement profit de son nouvel outil de production après une année pleine d'exploitation sur le nouveau site de Djebel El Ouest. Les comptes 2004 témoignent d'un redressement opérationnel notable. La capacité de production de la société a crû de 50% réalisant un volume de 150 tonnes/jour contre seulement 100 tonnes/jour dans l'ancienne usine.

Les ventes de la SOTUVER

Outre la croissance des quantités vendues qui s'est traduite par un rebond de 67.5%, SOTUVER a profité d'une légère révision à la hausse de ses prix de vente. Les principales familles concernées par cette révision sont les boissons gazeuses, la bière et la pharmacie. L'effet conjoint de l'accroissement de la capacité de production qui peut mieux répondre à une forte demande et l'amélioration des prix de vente a généré une progression notable au niveau du top line qui s'est affiché en hausse de près de 75%.

Cette progression est attribuée à la plupart des secteurs d'activité de la société. A l'exception de la branche parfumerie (-17%), toutes les autres branches d'activité ont enregistré une progression significative à deux chiffres. La plus forte croissance a été enregistrée par la branche « bière » qui a profité des signes d'embellie constatés au niveau de l'activité touristique ayant sensiblement propulsé les ventes de la SOTUVER. Cette branche d'activité doit son évolution principalement à l'affluence des commandes de la bouteille CELTIA qui ont plus que doublé par rapport à l'année précédente. Le chiffre d'affaires de ce segment a donc glané 118% en une année passant de 1.1MDt à 2.4MDt portant sa part dans le chiffre d'affaires total à 14% contre 11% en 2003.

Répartition du chiffre d'affaires par branche



SOTUVER a également profité de la croissance des ventes de la branche « vin » (+93%) grâce à la généralisation de la bouteille à usage unique le « one way ». Le passage à ce mode d'emballage a déjà été entamé dans la branche vin depuis l'année 1998 mais s'est nettement développé en 2003 depuis la mise en place du nouveau four.

Compte tenu du développement attendu de ce mode d'emballage, la société a négocié avec les autorités de tutelle et les groupes professionnels le passage progressif à la bouteille « one way » dans la branche eau. Elle vient donc de lancer trois nouvelles bouteilles à usage unique pour une quantité de 3.3 millions de bouteilles portant l'accroissement du volume des ventes dans cette branche d'activité à (+72%) sur l'année 2004.

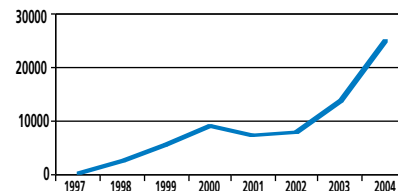
Par ailleurs, le chiffre d'affaires de la SOTUVER a profité de la bonne tenue de la branche « boissons gazeuses » qui a vu ses recettes doubler grâce en partie au renouvellement du parc des boissons standards (6.5millions de cols coca cola 35cl et 3.5millions de cols Fanta 30cl). Ce segment représente désormais la part la plus importante du top line de la société et ce malgré la baisse de ses ventes à l'export.

En effet, les exportations qui n'ont jamais représenté une part importante dans le chiffre d'affaires de la SOTUVER (12% en 2003 et 6% en 2004) ont accusé une baisse de 18% à 1MDt au cours de l'année 2004. Cette baisse s'explique par une décélération des ventes destinées au marché libyen suite au ralentissement de l'activité d'un des clients de la SOTUVER. La part des exportations vers le marché libyen a donc diminué passant de 37% à 30%. Quant à la part des ventes destinées à la France, elle s'est appréciée de 11% accaparant près de 63% du total des ventes à l'export. Au cours de l'année 2004, la SOTUVER a obtenu des commandes significatives auprès de nouveaux clients algériens (2.3MDt) dans la branche boissons gazeuses et bière. Ces ventes marqueront sensiblement le chiffre d'affaires export de la SOTUVER pour l'année 2005.

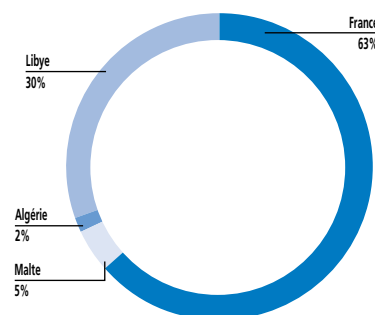
Au-delà du chiffre d'affaires

La situation au 31/12/2004 fait ressortir une amélioration remarquable au niveau de l'activité de la société. Soulignons qu'en termes de marges, SOTUVER a affiché une progression significative, son taux de marge brute s'est apprécié de 10 points passant de 46.4% à 56.2% grâce notamment à une meilleure productivité du nouvel outil de production. Le chiffre d'affaires ayant progressé de 75% et les charges d'exploitation de l'ordre de 40%. Notons que cet accroissement des charges est largement imputable aux dotations aux amortissements qui représentent plus de 30% du total des charges d'exploitation.

Evolution du One Way dans le vin



Répartition des exportations par pays



Si l'on se réfère à l'EBITDA dégagé en 2004, agrégat qui ne tient pas compte des dotations et du résultat financier, on observe un doublement de cet indicateur à 6.9MDt.

C'est donc le poids de l'investissement relatif au nouveau site qui a affecté la rentabilité de la société en 2004 : (1) par des amortissements additionnels de 5MDt et (2) par des charges financières de 2MDt.

L'exercice 2004 a tout de même pu renouer avec les bénéfices qui atteignent 0.5MDt grâce à l'appréciation des éléments exceptionnels qui incluent la résorption de la subvention dont continuera à bénéficier la SOTUVER pendant encore dix ans.

L'année 2004 aura donc été celle du redressement des résultats de la société grâce à l'exploitation de son nouvel outil de production qui offre encore un potentiel de développement important.

Perspectives 2005

Pour l'année 2005, bien que le chiffre d'affaires local pourrait légèrement baisser sachant que SOTUVER a bénéficié en 2004 du renouvellement du parc des boissons standards de la SFBT (commandes non récurrentes), le chiffre d'affaires export, grâce à l'obtention de nouveaux marchés algériens (2.3MDt), devrait largement compenser ce repli. Globalement, le chiffre d'affaires total serait en ligne avec celui de l'année 2004 à 18MDt.

La progression des résultats de la SOTUVER en 2005 devrait être donc générée par une amélioration de ses marges suite à une compression des charges et notamment les charges liées à la mise en place du nouveau four (1.8MDt). Le résultat d'exploitation devrait afficher un niveau record atteignant les 3.5MDt soit le double de celui de 2004.

Par conséquent, le résultat net devrait évoluer sensiblement effleurant les 2MDt. Notons toutefois que deux éléments exceptionnels pourraient venir impacter le résultat net 2005 : la cession du terrain de Mégrine (déjà prévue pour l'année 2004) et l'indemnisation par les assurances du sinistre survenu en juillet 2003 à l'ancienne usine. Par mesure de prudence, nous n'avons pas tenu compte du produit généré par ces deux opérations.

Sur la base d'un résultat hors éléments exceptionnels, le ROE de la SOTUVER serait de l'ordre de 8% contre 2.4% en 2004. Son taux de marge nette enregistrerait également une progression notable passant de 2.8% à 10%.

Valorisation

D'un point de vue boursier, le cours du titre a connu un bon parcours au cours de l'année 2004 enregistrant des gains de 71%. Son cours en Bourse qui était descendu sous la barre des 8Dt se négocie actuellement à 13.5Dt un niveau qui correspond à un multiple de bénéfices de 33x compte tenu du faible résultat net enregistré en 2004 et un multiple d'actif net de 0.8x un niveau qui affiche une importante décote par rapport au secteur de la production de base (P/B 1.96x). Pour l'année 2005, nous tablons sur un P/E de 8.6x contre 15.2x pour le secteur. A ce niveau de cours et malgré la bonne performance déjà enregistrée ces derniers mois, le titre nous paraît toujours attractif.

Nous maintenons notre recommandation « Acheter » sur la SOTUVER.



ALKIMIA

Résultats provisoires 2004

Industrie chimique Code REUTERS : ALKM.TN

Actionnariat :

Groupe Chimique Tunisien	39%
IMER (Groupe Doghri)	22%
La Carte Assurances	10%
STEC (Groupe Doghri)	7%
Hôtel Marhaba International (Groupe Driss)	6%
Autres	16%

Cours :

26.10Dt (18/02/2005)

Capitalisation boursière :

50.8MDt

Performance :

(ALKIMIA/Tunindex)

YTD 2005 : +0.4% / -0.3%

En 2004 : -16% / +6.5%

1 mois : 0% / -0.4%

3 mois : -8.2% / -1.6%

12 mois : -15% / +4.6%

Ratios de valorisation :

PE 04: 19.5x

P/B 04: 1.6x

Yield 04 : 3.8%

Valeur d'Entreprise : 56.6MDt

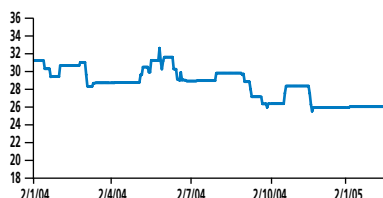
VE/CA : 78%

VE/EBIT : 32.6x

VE/EBITDA : 10.8x

ROE : 8.4%

Cours ajusté (ALKIMIA)



en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
Chiffre d'affaires	77 278	78 744	+2%	68 550	-13%	73 090	+7%
Résultat d'exploitation	2 282	10 140	+344%	2 834	-72%	1 736	-39%
Résultat financier	786	-543		-672		0	
Résultat net	6 232	10 734	+72%	3 829	-64%	2 609	-32%

Après une année 2002 record au cours de laquelle la société chimique Alkimia a profité d'une conjoncture particulièrement favorable au niveau des prix des matières premières, la société a vu ses résultats chuter de plus de 75% depuis.

Le problème majeur de Alkimia réside toujours dans la forte volatilité des prix de ses matières premières qui sont principalement l'acide phosphorique et la lessive de soude.

L'acide phosphorique qui entre à raison de 70% dans la composition du coût de production du STPP a connu une flambée au cours de l'année 2004 générant un surcoût de 38.5 dollars par tonne. Le prix de la lessive de soude a également connu une hausse de l'ordre de 30% au cours de l'année écoulée. Ces augmentations au niveau des prix des intrants n'ont pas pu être répercutées sur le prix de vente, la plupart des contrats ayant été déjà signés avant cette nouvelle flambée.

L'année 2004 a donc été difficile pour Alkimia et ce à plusieurs égards. Outre la stagnation du prix de vente, la société a supporté des pertes de change engendrées par la fluctuation du cours du dollar US limitant la progression de son chiffre d'affaires à 6.6%.

Ayant également enregistré un accroissement de ses charges de 8.6%, le résultat d'exploitation s'est dégradé de 38.7%. Cette baisse a été notamment amplifiée par l'accroissement des charges relatives à l'augmentation de la capacité de production de l'usine de Gabès qui a été augmentée à 140 000 tonnes de STPP à partir de fin juin 2004. L'EBIT de ALKIMIA s'est donc détérioré perdant plus de 1MDt.

Grâce à une appréciation de son résultat financier qui a progressé de 0.6MDt, la société a clôturé l'exercice 2004 avec un bénéfice atteignant 2.6MDt soit le quart du résultat atteint en 2002.

En termes de prix des matières premières, les maux de 2004 se prolongeront en 2005. Pour faire face à la volatilité du prix de ses inputs, Alkimia a dû réviser ses prix de vente à la hausse depuis la fin de l'année 2004. Sur le marché local, Alkimia a augmenté son prix de vente de 135Dt la tonne à 700Dt. Au niveau de l'export, la société a procédé à une hausse de 150\$/tonne pour les grands lessiviers Unilever et Henkel. Quant à son principal client Procter & Gamble (plus de 73% de la production lui est livrée), Alkimia gardera les mêmes prix que ceux pratiqués depuis 2003 jusqu'à la fin du mois de janvier 2008.

Pour ce qui est des perspectives à plus long terme, ALKIMIA envisageait d'acheter 55% du capital du producteur algérien de STPP KIMIAL. Cette opération n'est plus à l'ordre du jour dans l'immédiat faute d'accord entre les deux parties sur la valorisation de l'usine (différence du simple au double).

D'un point de vue boursier, le parcours du titre ALKIMIA a connu une chute de 17% au cours de l'année 2004 clôturant l'exercice à 26Dt. Ce niveau de cours correspond à un multiple d'actif net de 1.6x et un P/E de 19.5x un niveau qui demeure nettement supérieur à la moyenne du marché (P/B 0.97x, P/E 10.7x). Soulignons toutefois que la comparaison avec les niveaux de valorisation du marché reste peu significative dans la mesure où celui-ci est dominé par les institutions financières valorisées pour la plupart à des multiples d'actif net inférieurs à 1x. Si l'on se concentre sur le secteur de la production de base uniquement, la valorisation du titre ALKIMIA se compare favorablement par rapport au secteur (P/B 2x, P/E 20.9x).

Nous maintenons notre recommandation « conserver » sur le titre.



SIPHAT

Résultats provisoires 2004

Industrie Pharmaceutique Code REUTERS : SIPHA.TN

Actionnariat :

Pharmacie Centrale de Tunisie	68%
STEC (Groupe Doghri)	12%
Autres	20%

Cours :

12.78Dt (03/03/2005)

Capitalisation boursière :

87.4MDt

Performance :

(SIPHAT/Tunindex)

YTD 2005 : -8.7% / -0.5%

En 2004 : +85% / +6.5%

1 mois : -11.25% / +0.2%

3 mois : -11.8% / -0.8%

12 mois : +66.1% / +5.6%

Ratios de valorisation :

(SIPHAT/marché)

PE 2004: 10.5x / 11.1x

P/B: 0.8x / 0.9x

Yield 2004: 5.1% / 5.1%

Valeur d'Entreprise : 32.3MDt

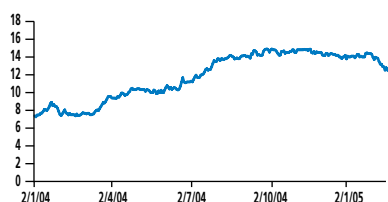
VE/CA : 91%

VE/EBIT : 12.3x

VE/EBITDA : 6.6x

ROE 2004 : 7.4%

Cours ajusté (SIPHAT)



en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
Chiffre d'affaires	32 481	30 908	-5%	31 708	+3%	35 246	+11%
Résultat d'exploitation	2 685	2 306	-14%	1 256	-46%	2 622	+109%
Résultat financier	66	-254		-249		-102	
Résultat net	2 382	1 887	-21%	1 041	-45%	2 187	+110%

La SIPHAT a enregistré une forte croissance de son résultat net durant l'année 2004. Notons cependant que la portée de l'augmentation sensible de ses résultats est à relativiser dans la mesure où la base de départ de 2003 était exceptionnellement faible.

Au cours de l'année 2004, la SIPHAT a connu une progression notable de son chiffre d'affaires de 12.5% à 35MDt. Cette progression significative découle notamment de plusieurs facteurs :

- Une année pleine de production de la nouvelle chaîne des solutés massifs.
- Un accroissement du chiffre d'affaires hospitalier (+12%), la SIPHAT ayant profité d'une commande supplémentaire budgétée par l'Etat.
- Une progression du chiffre d'affaires export (+258%) provenant essentiellement de son principal client la Lybie. Il convient toutefois de souligner que les recettes générées par l'activité export restent faibles, de l'ordre de 1MDt
- La promotion de nouveaux produits via un cabinet privé (Sur les six premiers mois les réalisations ont dépassé de 30% les objectifs prévus).
- Une augmentation des prix pour 14 spécialités.

L'amélioration des prix de vente s'est considérablement reflétée au niveau de la marge brute qui s'est appréciée de 11.5%. Corollairement, le résultat d'exploitation a gagné plus de 108% à 2.6MDt retrouvant ses niveaux de 2002. La rentabilité des Fonds Propres (ROE) tout autant que la rentabilité des capitaux employés (ROCE) ont progressé de manière significative à 7.4% (3.4% en 2003) et 7% (3.5% en 2003) respectivement, des niveaux historiquement élevés mais qui demeurent faibles.

S'ajoute à tout cela une légère progression du résultat financier, la société a pu clôturer l'année 2004 sur une augmentation de l'ordre de 110% du résultat net à 2.1MDt.

Selon le management, l'année 2005 devrait s'inscrire dans la continuité de l'année écoulée. Le chiffre d'affaires prévisionnel serait de l'ordre de 36MDt soit une amélioration de 3% par rapport à 2004 provenant essentiellement du marché local. Le management table également sur un résultat net en ligne avec celui de 2004 à 2.3MDt.

Concernant ses perspectives à plus long terme, la société compte développer son activité export en s'orientant vers de nouveaux pays tels que l'Algérie, le Mali, le Sénégal et la Côte d'Ivoire. Elle compte également entamer un projet d'aménagement d'un nouveau laboratoire de formes sèches afin d'augmenter sa capacité de production dans ce produit représentant près de 40% du chiffre d'affaires de la SIPHAT.

En dépit des différents projets présentés comme prometteurs par le management : (1) augmentation de la capacité de production et (2) prospection de nouveaux marchés export, ces perspectives ne se reflètent pas au niveau des prévisions du management (Résultat 2005 estimé flat).

Avec un dividende qui est resté inchangé malgré la volatilité des résultats de la SIPHAT ces deux dernières années; la stabilité est également le maître mot dans la politique de distribution de la société soit 0.650Dt/action.

Ce dividende représente tout de même un rendement de 5.1% (conforme au marché); même constat de conformité aux ratios du marché pour le P/E 2004 :10.5x et le P/B 0.8x.



SOTETEL

Résultats provisoires 2004 & Réunion d'analystes

Travaux Publics Télécom Code REUTERS : SOTET.TN

Actionnariat :

Tunisie Télécom	35%
SIEMENS IC	10%
Lacéramic	7%
El Athir Fund	7.5%
Autres	40.6%

Cours :

21.82Dt (16/3/2005)

Capitalisation boursière :

48.4MDt

Performance :

(Sotetel / Tunindex)

YTD 2005 : -19.2% / +0.8%

En 2004 : -22.7% / +6.5%

1 mois : -14.4% / +1.2%

3 mois : -14.2% / +2.0%

12 mois : -40.6% / +6.2%

Ratios de valorisation :

(Sotetel / marché)

PE 2004: ns / 11.4x

P/B 2003: 1.1x / 1.0x

Yield 2004: 0% / 5%

Valeur d'Entreprise : 49.6MDt

VE/CA : 113%

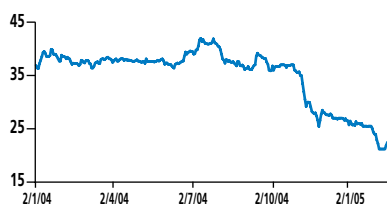
VE/EBIT : ns

VE/EBITDA : 10.1x

ROE 2004 : ns

Gearing 2004 : 5.8%

Cours ajusté (SOTETEL)



en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
Revenus	41 943	46 091	+10%	51 517	+12%	44 710	-13%
EBITDA	13 979	9 148	-35%	10 848	+19%	4 053	-63%
Résultat d'exploitation	8 914	8 078	-9%	8 911	+10%	-561	-
Résultat financier	203	741	+265%	-433	-	-1 454	-
Résultat net	7 150	7 309	+2%	6 268	-14%	-1 601	-

Les provisoires 2004 de la Sotetel sont déficitaires de 1.6MDt. Le management de la société a souligné que ce résultat déficitaire alors qu'un résultat de l'ordre de 3MDt était annoncé il y a à peine quelques semaines, était notamment dû à des provisions exigées par les (nouveaux) commissaires aux comptes.

La dotation aux provisions 2004 a été de 3.4MDt contre 0.5MDt en 2003. Les commissaires aux comptes ont notamment exigé que la Sotetel "re-provisionne" un risque fiscal sur lequel elle avait effectué une reprise l'année précédente et a exigé également de renforcer les provisions sur ses Stocks. Le compte client n'a pour sa part pas enregistré de renfort particulier de ses provisions.

Le PDG de Tunisie Télécom (TT) également présent lors de la réunion a par ailleurs voulu rassurer l'assistance en précisant qu'une mission d'apurement des créances vis à vis de TT (25.3MDt sur un Compte client total de 38MDt) était en cours et que d'ores et déjà TT avait versé un acompte de 10MDt à la Sotetel.

Au delà de l'exigence de provisionnement de la part des auditeurs et du résultat déficitaire alors que nous nous attendions « qu' » à une baisse de 55% du Résultat net il faut souligner que cette réunion laisse les questions essentielles quant à l'avenir de la Sotetel en suspend.

Sur la question : Comment en est-on arrivé là ? Quelques éléments de réponse ont toutefois filtré, il s'agit « simplement » d'une mauvaise gestion et d'une mauvaise organisation qui ont notamment poussé la Sotetel à développer son activité RLA jusqu'à ce qu'elle représente le tiers de son chiffre d'affaires ; alors qu'il semblerait aujourd'hui que les marges sur cette activité soient nulles voire certainement négatives...La mise en place d'une comptabilité analytique par activité (qui n'existe pas encore) confirmera ces présomptions.

C'est pourquoi la société a décidé d'orienter désormais ses ressources vers les autres activités à plus forte valeur ajoutée et que l'activité RLA sera ramenée à une proportion plus optimale. Un plan de réorganisation et d'amélioration de la gestion a été mis en place dans ce sens.

En attendant, le management et le PDG de TT ont insisté sur le fait que la Sotetel ; grâce à son savoir faire ; à son positionnement ; à ses alliances avec des équipementiers pourra tirer largement profit des opportunités d'affaires qui se présenteront à court et moyen terme dans le cadre du programme d'investissement dans ce secteur.

Pour ce qui est des chiffres prévisionnels, même si le PDG de TT a affirmé que la Sotetel renouera avec les bénéfices en 2005 ; aucun chiffre n'a été communiqué. Le management s'est toutefois engagé à préparer des prévisions 2005 qu'il communiquera à la fin du mois de mars.

+ Acheter**TUNISAIR****Résultats provisoires 2004**

Transport aérien Code REUTERS : TAIR.TN

Actionnariat :

Etat Tunisien	64.9%
CNSS	5.7%
Air France	5.6%
CNRPS	3.9%
Al Mal Kuwaiti	1.5%
Public	18.5%

Cours :

11.66Dt (22/3/2005)

Capitalisation boursière :

181MDt

Performance :**(Tunisair / Tunindex)**

YTD 2005 : +9.5% / +1.9%

En 2004 : +59.4% / +6.5%

1 mois : +14.3% / +2.3%

3 mois : +7.2% / +2.2%

12 mois : +17.8% / +6.4%

Ratios de valorisation :**(Tunisair / marché)**

PE 2004: 8.0x / 11.2x

P/B 2004: 0.7x / 1.0x

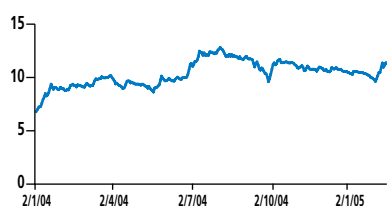
Yield 2004: 0% / 5%

Valeur d'Entreprise : 475.5MDt

VE/CA : 57%

VE/EBIT : 32x

VE/EBITDA : 3.3x

ROE 2004 : 8.1%**Gearing 2004 : 100%****Cours ajusté (TUNISAIR)**

en kDt	2001	2002	var	2003	var	2004p	var
Revenus	692 823	668 690	-3%	689 456	+3%	838 641	+22%
EBITDA	110 798	92 323	-17%	111 719	+21%	144 445	+29%
Résultat d'exploitation	-41 244	-49 104	-	-16 667	-	14 854	-
Résultat financier	-19 240	2 587	-	-5 704	-	-1 154	-
Résultat net	-60 665	-37 452	-	-8 715	-	22 645	-

Alors qu'un retour à l'équilibre était annoncé par le management il y a quelques mois ; Tunisair clôture l'exercice 2004 avec un bénéfice conséquent : +22.6MDt.

La compagnie a enregistré un chiffre d'affaires historique de près de 840MDt en hausse de 22%. La hausse du trafic a atteint +23% en 2004 principalement tirée par l'activité charter (+37%) grâce notamment à un retour conséquent des touristes en provenance d'Allemagne.

Malgré une hausse de +35% des prix du carburant, les charges d'exploitation de la compagnie n'ont augmenté que de +16.7% ce qui permet au résultat d'exploitation de revenir en territoire positif à +15MDt.

La maîtrise des charges d'exploitation a notamment concerné les frais de personnel qui diminuent pour la deuxième année consécutive (-6% à 147.6MDt). Le ratio Frais de personnel / Chiffre d'affaires qui n'était jamais (depuis 1996) descendu en dessous des 22% atteint 17.6% en 2004.

L'EBITDA et les Cash Flows haussent de 29% pour atteindre des niveaux records à respectivement 144MDt et 154MDt.

Grâce à une diminution de 22% de sa dette nette (302MDt soit 100% des fonds propres) ; Tunisair affiche un Résultat financier en nette amélioration à -1.2MDt (déficit 5 fois plus important en 2003).

Après la prise en compte d'un résultat exceptionnel de +10.6MDt (contre +13.6MDt en 2003) et d'une perte de 1.7MDt suite à des modifications comptables, le Résultat Net de la compagnie atteint +22.6MDt après 4 années consécutives de pertes.

Avec plus de 116MDt de Résultats reportés cumulés négatifs (en tenant compte du résultat 2004), la compagnie doit apurer cette ligne avant de pouvoir distribuer des dividendes. Cet apurement peut se présenter sous la forme d'une diminution des réserves du montant des pertes cumulées sur décision de l'Assemblée Générale des actionnaires, notons que les réserves de Tunisair (hors réserves légales) s'élèvent à plus de 336MDt.

D'un point de vue valorisation historique Tunisair bénéficiaire s'est toujours traitée dans une fourchette comprise entre 60% et 110% du P/E du marché. La moyenne sur la période 1998-2001 se situant à 80% du P/E du marché.

Nous passons à acheter sur le titre Tunisair compte tenu des signes concrets de réussite de sa restructuration et d'une année 2005 qui s'annonce bonne en terme de trafic.

Lexique du bureau d'études de Tunisie valeurs

ANPA ou Book Value

Actif net par action.

ANRPA

Actif net réévalué par action.

BPA

Bénéfice par action, totalement dilué et ajusté des variations du nombre d'actions.

Capi

Capitalisation boursière, des actions ou ADP cotées, utilisés pour le calcul des BPA.

Cash Flow ou CF

Capacité d'autofinancement. Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.

CFPA

Cash flow par action, dilué comme le BPA.

Div. PA

Dividende net ajusté (des variations du nombre d'actions) par action.

EBE

Excédant brut d'exploitation. Résultat d'exploitation avant amortissement.

EBIT

Résultat avant charges financières et Impôt.

EBITDA

Résultat avant charges financières, Impôt, distribution et amortissement.

Flottant

Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.

Gearing

Dette financière nette de la trésorerie rapportée aux fonds propres totaux, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. **Un chiffre négatif indique une trésorerie nette positive.**

NPL

Non Performing Loans ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.

Pay-out

Montant distribué sur résultat net, exprimé en pourcentage.

P/B ou P/BV ou P/ANPA

Cours / ANPA.

PER ou P/E

Cours / BPA .

P/E du marché ou sectoriel

Au numérateur la capitalisation boursière du marché ou du secteur (hors sociétés déficitaires) et au dénominateur la somme des bénéfices de l'année de référence.

PNB

Produit net bancaire.

RBE

Résultat brut d'exploitation.

Rdt ou Yield

Rendement net, défini comme le rapport du dividende ajusté au cours, exprimé en pourcentage.

Recommandation ou Opinion

Nos opinions sont résumées par une note. La principale composante reflète l'appréciation que nous portons sur les qualités fondamentales des sociétés et en deuxième lieu l'évolution boursière du titre considéré à un horizon de quelques mois. Cette note doit donc être comprise **comme un jugement de moyen terme et relatif à l'indice.**

Cette note est représentée par :

+ Acheter ; **Cs** Conserver ; **Al** Alléger ; **-** Vendre.

ROE

Résultat de l'exercice n divisé par la moyenne des fonds propres avant résultat de l'année n et les fonds propres après répartition de l'année n-1.

ROCE

Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation / (Immo. Nettes + BFR)

VE

Valeur d'entreprise. Capitalisation boursière + dette nette.

1 Dt = 0,82 \$ 1 Dt = 0,62 €	Nombre d'actions milliers	COURS 01/03/05 Dt	Capitalisation Boursière million Dt	2003 Dt	BPA 2004p Dt	2005p Dt	2003 Dt	Dividende ajusté 2004p Dt	2005p Dt
SECTEUR BANCAIRE									
Amen Bank	7 000	16,370	114,6	3,9	2,4	2,3	1,000	1,000	1,000
ATB	7 000	15,100	105,7	1,9	2,1	2,3	0,650	0,650	0,650
Banque de l'Habitat	15 000	9,060	135,9	1,1	1,3	1,4	0,500	0,600	0,600
BIAT	12 000	21,600	259,2	1,9	1,4	2,1	1,000	1,200	1,200
BNA	10 000	9,300	93,0	1,5	0,9	1,5	0,700	0,700	0,700
Banque du Sud	20 000	7,400	148,0	0,1	0,0	0,0	0,000	0,000	0,000
Banque de Tunisie	5 000	68,100	340,5	6,0	6,3	7,3	2,400	2,500	2,400
BTE (ADP) *	1 000	21,800	21,8	0,9	1,0	1,0	2,900	1,800	1,800
STB	24 860	5,800	144,2	0,7	0,8	0,8	0,350	0,350	0,350
UBCI	10 000	20,100	201,0	0,7	1,0	1,4	0,770	0,900	0,900
UIB	10 600	11,300	119,8	0,0	0,0	0,0	0,000	0,000	0,000
CAPITALISATION BOURSIERE			1683,7 MDt	INDICE SECTORIEL		Variation 64,70	1 semaine -0,42%	début 2005 -0,1%	début 2004 8,3%
SECTEUR AGRO-ALIMENTAIRE									
EL MAZRAA **	2 900	11,900	34,5	0,5	0,8	0,9	0,500	0,700	0,700
SFBT **	9 600	40,000	384,0	3,8	4,2	4,6	2,200	2,400	2,400
Tunisie Lait	1 600	3,500	5,6	-3,5	-4,3	-1,3	0,000	0,000	0,000
CAPITALISATION BOURSIERE			424,1 MDt	INDICE SECTORIEL		Variation 259,84	1 semaine -2,12%	début 2005 -0,9%	début 2004 -10,8%
SECTEUR PRODUCTION DE BASE									
Air Liquide	582	163,700	95,3	8,6	8,8	9,0	6,750	6,136	6,750
Alkimia	1 947	26,100	50,8	2,0	1,3	1,3	1,800	1,000	1,000
Ind. Chimiques du Fluor	900	28,700	25,8	3,7	0,8	4,4	3,000	3,000	3,000
SOMOCER	3 200	19,900	63,7	0,8	1,6	1,3	0,500	0,500	0,500
SOTUVER	1 263	13,100	16,5	-2,2	0,4	1,5	0,000	0,000	0,800
CAPITALISATION BOURSIERE			252,2 MDt	INDICE SECTORIEL		Variation 183,69	1 semaine -2,62%	début 2005 -4,4%	début 2004 -0,8%
LEASING									
ATL	1 000	18,850	18,9	2,3	2,4	2,7	1,500	1,500	1,500
Amen Lease	1 000	8,730	8,7	0,2	-6,0	0,0	0,000	0,000	0,000
CIL	1 000	17,340	17,3	1,8	2,2	2,8	1,200	1,200	1,300
General Leasing	1 000	11,010	11,0	0,5	1,1	1,2	0,600	0,600	1,000
Tunisie Leasing **	2 000	17,500	35,0	1,8	1,7	2,2	1,313	1,500	1,500
CAPITALISATION BOURSIERE			90,9 MDt	INDICE SECTORIEL		Variation 99,22	1 semaine -1,94%	début 2005 -1,5%	début 2004 31,1%
SOCIETES D'INVESTISSEMENT & IMMOBILIERES									
Placements de Tsie	1 000	15,300	15,3	1,6	1,2	1,0	1,000	1,000	0,800
SIMPAR	600	16,700	10,0	2,0	3,4	3,3	1,250	1,250	1,250
SPDIT	3 360	25,900	87,0	3,0	2,7	3,0	1,200	1,400	1,400
Tuninvest	981	6,320	6,2	0,1	0,5	0,7	2,038	0,650	0,650
CAPITALISATION BOURSIERE			118,5 MDt	INDICE SECTORIEL		Variation 101,84	1 semaine -0,44%	début 2005 2,5%	début 2004 23,2%
SECTEUR DE LA DISTRIBUTION									
Magasin Général	1 670	18,180	30,4	0,6	1,2	1,0	0,400	0,400	0,400
Monoprix	1 849	38,000	70,3	2,3	3,4	3,5	1,800	2,500	2,500
CAPITALISATION BOURSIERE			100,6 MDt	INDICE SECTORIEL		Variation 79,80	1 semaine -0,64%	début 2005 10,6%	début 2004 83,7%
SECTEUR ASSURANCES									
ASTREE	2 000	24,640	49,3	1,3	1,1	1,1	0,600	0,600	0,600
Carte	1 000	15,400	15,4	1,5	1,6	1,5	0,700	0,700	0,700
STAR	1 500	5,910	8,9	-9,4	-6,7	-6,7	0,000	0,000	0,000
CAPITALISATION BOURSIERE			73,5 MDt	INDICE SECTORIEL		Variation 139,94	1 semaine 0,66%	début 2005 0,2%	début 2004 8,7%
DIVERS									
ELECTROSTAR	1 750	7,600	13,3	0,2	0,9	0,7	0,100	0,229	0,400
Palm Beach	2 431	4,680	11,4	-0,5	-0,7	-0,4	0,000	0,000	0,000
Palm Beach (ADP)	429	4,200	1,8	-0,5	-0,7	-0,4	0,000	0,000	0,000
SIAME	1 404	27,500	38,6	1,7	1,4	1,8	1,300	1,300	1,300
SIPHAT	1 800	12,520	22,5	0,6	1,2	1,2	0,650	0,650	0,650
SOTETEL	2 218	22,880	50,7	3,0	1,4	2,0	2,100	1,100	1,200
SOTRAPIL	2 860	13,900	39,8	1,0	1,1	1,2	0,700	0,700	0,700
SOTUMAG	900	12,620	11,4	1,5	0,9	1,7	1,000	1,000	1,000
STEQ	1 400	8,000	11,2	0,6	1,1	1,1	0,550	0,600	0,600
STIP	4 208	6,470	27,2	-2,4	-3,7	-1,0	0,000	0,000	0,000
Tunisair	15 519	9,800	152,1	-0,6	0,0	1,0	0,000	0,000	1,000
CAPITALISATION BOURSIERE GLOBALE			3 123,6 MDt	TUNISIE VALEURS INDEX		Variation 85,16	1 semaine -1,40%	début 2005 -1,6%	début 2004 7,8%
						BVMT INDEX	951,80	-2,77%	-2,4%
						TUNINDEX	1320,91	-1,52%	-1,9%

2003 (x)	P/E		Rendement			Performance depuis 31/12/2004			Recommandation	
	2004p (x)	2005p Dt	2003 %	2004p %	2005p %	P/B (x)	absolue %	relative (à TuVal index)%		
SECTEUR BANCAIRE										
4,2	6,9	7,2	6,1%	6,1%	6,1%	0,7	-3,7%	-2,2%	Cs	Amen Bank
7,9	7,3	6,6	4,3%	4,3%	4,3%	1,1	-2,7%	-1,1%	Cs	ATB
8,3	7,2	6,6	5,5%	6,6%	6,6%	0,7	-1,7%	-0,1%	+	Banque de l'Habitat
11,7	15,8	12,9	4,6%	5,6%	5,6%	1,1	+11,9%	+13,7%	+	BIAT
6,2	10,3	6,2	7,5%	7,5%	7,5%	0,3	-5,1%	-3,6%	AI	BNA
ns	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	1,0	-9,8%	-8,3%	Cs	Banque du Sud
11,3	10,8	9,4	3,5%	3,7%	3,5%	1,3	+4,4%	+6,1%	+	Banque de Tunisie
ns	21,1	21,8	13,3%	8,3%	8,3%	0,8	-2,1%	-0,5%	Cs	* BTE (ADP)
7,8	7,6	7,6	6,0%	6,0%	6,0%	0,3	-10,2%	-8,8%	AI	STB
28,4	19,7	14,4	3,8%	4,5%	4,5%	1,4	+0,5%	+2,1%	+	UBCI
ns	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,9	+3,2%	+4,9%	AI	UIB
P/B sectoriel		0,74	P/E sectoriel		03: 10,7 04e: 10,0 05e: 8,5	YIELD sectoriel		03: 4,90% 04e: 5,22% 05e: 5,19%		
SECTEUR AGRO-ALIMENTAIRE										
26,1	14,4	12,8	4,2%	5,9%	5,9%	1,4	+3,4%	+5,1%	Cs	** EL MAZRAA
10,5	9,6	8,7	5,5%	6,0%	6,0%	2,2	-1,2%	+0,4%	+	** SFBT
ns	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	11,1	-28,6%	-27,4%	Cs	Tunisie Lait
P/B sectoriel		2,10	P/E sectoriel		03: 11,0 04e: 9,9 05e: 9,0	YIELD sectoriel		03: 5,39% 04e: 5,99% 05e: 5,99%		
SECTEUR PRODUCTION DE BASE										
19,0	18,5	18,2	4,1%	3,7%	4,1%	4,5	-2,4%	-0,9%	Cs	Air Liquide
13,3	19,5	20,3	6,9%	3,8%	3,8%	1,6	+0,4%	+2,0%	Cs	Alkimia
7,8	38,1	6,5	10,5%	10,5%	10,5%	0,7	-4,7%	-3,1%	Cs	Ind. Chimiques du Fluor
23,5	12,7	15,9	2,5%	2,5%	2,5%	2,2	-9,9%	-8,4%	Cs	SOMOCER
ns	32,1	8,7	0,0%	0,0%	6,1%	1,0	-6,4%	-4,9%	+	SOTUVER
P/B sectoriel		1,87	P/E sectoriel		03: 15,8 04e: 18,1 05e: 14,3	YIELD sectoriel		03: 4,98% 04e: 3,89% 05e: 4,44%		
LEASING										
8,2	7,7	7,0	8,0%	8,0%	8,0%	0,9	-4,8%	-3,3%	+	ATL
36,9	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	1,0	-3,0%	-1,4%	AI	Amen Lease
9,8	7,7	6,2	6,9%	6,9%	7,5%	0,8	-0,9%	+0,7%	Cs	CIL
24,1	9,9	9,6	5,4%	5,4%	9,1%	0,6	-8,1%	-6,6%	AI	General Leasing
9,6	10,3	8,1	7,5%	8,6%	8,6%	0,9	+2,9%	+4,5%	+	** Tunisie Leasing
P/B sectoriel		0,86	P/E sectoriel		03: 10,8 04e: 8,9 05e: 7,5	YIELD sectoriel		03: 7,21% 04e: 7,66% 05e: 8,27%		
SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT & IMMOBILIÈRES										
9,3	13,2	15,3	6,5%	6,5%	5,2%	1,2	+0,0%	+1,6%	Cs	Placements de Tsie
8,5	4,9	5,0	7,5%	7,5%	7,5%	0,7	+4,3%	+6,0%	Cs	SIMPAR
8,5	9,6	8,7	4,6%	5,4%	5,4%	2,0	+2,5%	+4,2%	Cs	SPDIT
ns	13,6	9,5	32,3%	10,3%	10,3%	0,8	+5,3%	+7,0%	+	Tuninvest
P/B sectoriel		1,50	P/E sectoriel		03: 9,1 04e: 9,3 05e: 8,7	YIELD sectoriel		03: 6,56% 04e: 5,98% 05e: 5,81%		
SECTEUR DE LA DISTRIBUTION										
128,9	15,4	19,0	2,2%	2,2%	2,2%	3,6	-6,8%	-5,3%	Cs	Magasin Général
16,5	11,1	10,8	4,7%	6,6%	6,6%	2,6	+20,3%	+22,2%	+	Monoprix
P/B sectoriel		2,80	P/E sectoriel		03: 19,0 04e: 12,2 05e: 12,4	YIELD sectoriel		03: 3,97% 04e: 5,26% 05e: 5,26%		
SECTEUR ASSURANCES										
18,3	23,5	23,5	2,4%	2,4%	2,4%	1,6	+4,1%	+5,7%	Cs	ASTREE
10,5	9,5	10,3	4,5%	4,5%	4,5%	0,6	-0,3%	+1,4%	AI	Carte
ns	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,5	-16,5%	-15,2%	AI	STAR
P/B sectoriel		1,00	P/E sectoriel		03: 15,6 04e: 17,4 05e: 18,0	YIELD sectoriel		03: 2,94% 04e: 2,94% 05e: 2,94%		
DIVERS										
31,4	8,6	10,2	1,3%	3,0%	5,3%	0,8	-1,9%	-0,4%	+	ELECTROSTAR
ns	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,8	+0,0%	+1,6%	Cs	Palm Beach
ns	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,7	+0,0%	+1,6%	Cs	Palm Beach (ADP)
16,4	19,2	15,4	4,7%	4,7%	4,7%	2,2	-10,4%	-9,0%	Cs	SIAME
21,6	10,3	10,2	5,2%	5,2%	5,2%	0,7	-10,6%	-9,1%	Cs	SIPHAT
7,7	16,9	11,3	9,2%	4,8%	5,2%	1,2	-15,3%	-13,9%	Cs	SOTETEL
14,3	12,8	11,4	5,0%	5,0%	5,0%	1,7	-2,6%	-1,0%	Cs	SOTRAPIL
8,4	13,3	7,6	7,9%	7,9%	7,9%	0,9	-9,9%	-8,4%	+	SOTUMAG
12,7	7,4	7,5	6,9%	7,5%	7,5%	1,0	-5,9%	-4,4%	AI	STEQ
ns	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,9	-21,1%	-19,8%	Cs	STIP
ns	ns	9,5	0,0%	0,0%	10,2%	0,7	-8,0%	-6,5%	Cs	Tunisair
P/B :		0,93	P/E		03: 11,3 04e: 11,0 05e: 9,8	YIELD		03: 4,65% 04e: 5,26% 05e: 5,59%		

* Le capital de la BTE est constitué de 1 million d'ADP et de 3,5

millions d'actions ordinaires non cotées.

** BPA et P/E calculés sur la base des résultats consolidés.

Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être de confiance. Il n'est néanmoins donné aucune garantie quant à l'exactitude de ces informations.

E-mail: tuvalueur@gnet.tn
www.tunisievaleurs.com



Tunis

17, rue de Jérusalem - 1002 Tunis
Tél.: LG (216) 71 79 48 22 - Fax : (216) 71 79 56 41

Tunis 2

Centre Urbain Nord - Avenue Hédi Karray - 1082 Tunis
Tél.: (216) 71 23 03 05 - Fax : (216) 71 23 35 02

Sousse

Imm. Rakoua - boulevard du 7 novembre
Khézama Est - 4051 Sousse
Tél.: (216) 73 27 31 95 - Fax : (216) 73 27 31 99

Sfax

Angle avenue du 7 novembre
et du boulevard Majida Bouilila - 3000 Sfax
Tél.: (216) 74 40 44 24 - Fax : (216) 74 40 24 58

Nabeul

115, Avenue Habib Thameur - 8062 Nabeul
Tél.: (216) 72 27 24 72 - Fax : (216) 72 27 25 05

DÉPARTEMENT RECHERCHES & ÉTUDES

(216) 71 79 48 22

Ben Chérif Hédi

Responsable du Département
E-mail : bhed@tunisievaleurs.com

Gargouri Rym

E-mail : grym@tunisievaleurs.com

Jeljeli Ben Miled Nadia

E-mail : jnadia@tunisievaleurs.com

Karoui Ammar Hager

E-mail : Khager@tunisievaleurs.com

DÉPARTEMENT ASSET MANAGEMENT

(216) 71 79 96 76

Ben Khemis Leila

Responsable du Département

Saighi Hatem

DÉPARTEMENT VENTES INTERNATIONALES

(216) 71 79 48 22 / 71 84 21 10

Abdelkefi Fadhel

Directeur Général Adjoint
E-mail : afadhel@tunisievaleurs.com

Ayari Issam

E-mail : aissam@tunisievaleurs.com

DÉPARTEMENT VENTES LOCALES

(216) 71 79 48 22 / 71 74 96 76 / 71 23 03 05

(216) 74 40 24 58 / 73 27 31 96

Largueche Slaheddine

Directeur Général
E-mail : slahlargueche.tval@gnet.tn

Abdelkefi Slim

Directeur Commercial

Abdelkefi Rafia

Abbassi Farida

Ben Arfi Houssem

Ben Ayed Adel

Ben Othman Sofiane

Boujedra Walid

Jrad Ghassen

Kriaa Walid

DÉPARTEMENT SVT

(216) 71 84 21 10 / 71 84 99 89

Elloumi Sabeur

CONCEPTION ET IMPRESSION

PICTURA

www.pictura.com.tn