



Les chiffres de la BVMT

| Désignation | Capitalisation en MDT | Tunindex |
|------------------------|-----------------------|---------------|
| Niveau au 24-08-2012 | 15,857,263 | 5,216,77 |
| Variation hebdomadaire | 0,27% | 0,12% |
| Variation annuelle | 9,78% | 10,47% |
| Plus haut de l'année | 15,862,570 | 5,266,50 |
| Date | 03-août-12 | 27-juil.-12 |
| Plus bas de l'année | 14,415,371 | 4,648,38 |
| Date | 18-janv.-2012 | 14-févr.-2012 |

Les titres les plus échangés de la semaine

| Valeurs en DT | Volume des échanges | Nbr de titres | En % du volume |
|--------------------|---------------------|---------------|----------------|
| SOMOCER | 4,268,437 | 1,346,827 | 20,54% |
| TAIR | 1,798,319 | 966,182 | 8,65% |
| PGH | 1,774,791 | 214,191 | 8,54% |
| ADWYA | 1,154,690 | 130,729 | 5,56% |
| ENNAKL AUTOMOBILES | 963,917 | 71,026 | 4,64% |

Les principaux écarts sur la semaine

| Hausse en DT | | | Baisses en DT | | |
|--------------|---------|--------|---------------------|---------|--------|
| Désignation | Clôture | Var. | Désignation | Clôture | Var. |
| SOTUMAG | 1,920 | +9,09% | Air Liquide Tunisie | 413,120 | -3,92% |
| Tunisair | 1,810 | +7,10% | AMS | 17,830 | -3,36% |
| ICF | 39,800 | +5,85% | STIP | 2,320 | -3,33% |
| ESSOUKNA | 11,000 | +5,26% | ADWYA | 8,870 | -2,95% |
| SOMOCER | 3,210 | +3,55% | MODERN LEASING | 8,700 | -2,25% |

Valorisation du marché

| Désignation* | P/E 11 | P/E 12 | P/B 11 | Div Yield 11 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------------|
| Marché | 32,23 | 17,12 | 3,34 | 2,06% |
| Bancaires | 21,00 | 17,34 | 2,04 | 1,92% |
| Leasing | 25,61 | 21,24 | 1,96 | 3,15% |
| Assurances | 28,42 | 18,52 | 2,59 | 1,59% |
| Holdings | 31,32 | 19,68 | 3,28 | 2,47% |
| Immobilières | 18,70 | 11,74 | 1,46 | 2,88% |
| Biens de Consommation | 21,87 | 19,30 | 3,21 | 3,29% |
| Autos et Equipementiers | 24,95 | 19,79 | 4,28 | 3,40% |
| Industries | 62,71 | 13,27 | 4,99 | 1,36% |
| Services aux Consommateurs | 61,78 | 12,82 | 7,84 | 0,92% |

*Source : CGF

Indices sectoriels

| Indices* | Niveau | Var. hebdo | Var. annuelle |
|-----------------------------|-----------|------------|---------------|
| Sociétés financières | 3,443,96 | 0,11% | 5,16% |
| Banques | 3,080,59 | 0,02% | 5,63% |
| Assurances | 10,194,36 | 0,71% | 6,87% |
| Services financiers | 5,361,07 | 0,39% | -0,04% |
| Services aux consommateurs | 4,363,07 | 0,94% | 31,85% |
| Distribution | 6,276,58 | 0,46% | 34,59% |
| Biens de Consommation | 3,188,15 | 0,37% | 26,34% |
| Autos. et Equipementiers | 2,802,69 | -1,60% | 15,54% |
| Industries | 2,084,42 | -0,36% | 4,54% |
| Bâtiments et Mat. de Const. | 1,448,57 | -0,61% | 1,84% |
| Matériaux de Base | 2,832,30 | -0,99% | 6,89% |

* Source : BVMT

***Tendance**

Histoires de contrôle

Certains événements marquent les esprits. Lorsqu'ils surviennent, on se rappelle encore des années plus tard où l'on était à ce moment-là. Dans la Bourse, de tels moments existent, surtout lorsqu'il s'agit de passionnantes histoires de prises de contrôle, ou même de tentatives. Cette semaine, on a eu droit à la saison II du feuilleton **SOMOCER**, avec les mêmes acteurs mais des événements inopinés.

Certes, il est difficile de trouver une valeur sur la cote tunisienne ayant un flottant qui passe d'une main à une autre aussi rapidement que **SOMOCER**. A titre de rappel, sur les cinq dernières années, le spécialiste des carreaux en céramique a publié 17 franchissements de seuils dans les deux sens, un record pour la Bourse de Tunis. Afin de comprendre de quoi nous sommes en train de parler, nous allons faire un flash back rapide pour résumer la saison I. C'était un « soap opera » du genre britannique plutôt qu'américain, avec moins de glamour et beaucoup plus de réalisme et de suspens.

Le 06 octobre 2011, le consortium **ZOUARI** agissant de concert avec des fonds d'investissement gérés par Duet Group ont annoncé qu'ils ont franchi à la hausse les seuils de 5, 10 et 20% dans le capital de **SOMOCER**. Par ailleurs, le déclarant M. Moez **ZOUARI**, a confirmé son intention de prendre le contrôle de la société. Toujours durant ce fameux jeudi 06 octobre 2011, **SOMOCER** a annoncé le report de ses assemblées générales sous prétexte de non accomplissement de certaines formalités légales. Tous les ingrédients d'une OPA hostile étaient présents, ce qui aurait pu être une première sur la Place de Tunis. Par ailleurs, le groupe Dubaï Holding a vendu la totalité de sa participation (22,55% du capital) et la famille de **M. Mohamed ABDENNADHER** a, également, cédé plus de 6,3% du capital.

Néanmoins, le calme est revenu quelques semaines après, suite à l'annonce d'une réconciliation entre l'investisseur historique **M. Lotfi ABDENNADHER** et le nouveau venu, **M. Moez ZOUARI**. Les deux hommes siègent ensemble dans le conseil d'administration de **SOMOCER**, et affichent une volonté d'investir dans la société, considérée comme un fleuron de l'industrie nationale, et d'améliorer sa profitabilité.

Depuis quelques semaines, le titre a enregistré des volumes d'échanges qui ont attiré l'attention des intervenants de la Bourse de Tunis : 36,376 MDT sur le seul mois d'août 2012, soit l'équivalent des transactions de mi-mars jusqu'à juillet 2012. Les communiqués n'ont pas tardé. Duet Group et M. **ZOUARI** ont annoncé des franchissements de seuils... à la baisse ! Qui est l'acheteur ? Pour le moment, aucun investisseur n'a déclaré avoir franchi au moins le seuil de 5%, ce qui laisse présumer que l'essentiel de la participation du consortium a été, tout simplement, vendue au marché et redevenu du flottant, ou que c'est M. **ABDENNADHER** qui a acheté (directement ou indirectement) de sorte de verrouiller définitivement la société devant toute tentative indésirable de prise de contrôle. Nous restons en attente d'éclaircissements de la part de la société ou la publication d'un nouveau communiqué pour voir plus clair.

Une autre histoire de contrôle a débuté le jeudi 16 août 2012, mais qui concerne un actionnaire de référence de l'une de nos banques, à savoir l'**ATB**. Il s'agit d'un conflit qui s'est déclenché dans l'**Arab Bank** qui détient 64,2% du capital de la banque tunisienne.

Pour ceux qui l'ignorent, l'**Arab Bank** est la plus ancienne banque du monde arabe, et sa date de création remonte à 1930. Hormis les actions cotées en Bourse, le Groupe **Arab Bank** est détenu par des institutions publiques saoudiennes, du Qatar, de Jordanie, par le groupe libanais **Hariri** ainsi que la famille fondatrice **Shoman**. Coup de théâtre le 16 août avec la démission surprenante des **Shoman** du conseil d'administration de la banque. Officiellement, on avance plutôt des divergences en matière de vision stratégique, mais de fortes rumeurs avancent plutôt les conséquences d'une guerre froide entre les deux puissantes familles (**Hariri** vs. **Shoman**) dont chacune tente de contrôler les postes clés de la banque. Même si la famille démissionnaire a annoncé qu'elle ne compte pas céder sa part dans la banque, des rapports parlent déjà d'une course entre des investisseurs libanais, saoudiens et qataris pour l'acquisition de la part des **Shoman**. D'ailleurs, malmené depuis le début de l'année, le titre **Arab Bank** a enregistré une hausse importante la semaine dernière. Affaire à suivre de près, surtout que l'**Arab Bank** détient 7 sièges (sur 12) dans le conseil d'administration de l'**ATB**.

A part cela, et si vous étiez en congé prolongé après l'Aïd, et que vous n'avez pas consulté le marché, pas de soucis. La Bourse n'était pas très séduisante la semaine dernière. Même si une légère hausse de 0,12% a été enregistrée à 5 216,77 points, le volume des échanges a dépassé de peu les 20 MDT. **SOTUMAG** revient de loin, après 3 semaines difficiles à 1,920 (+9,09%). **Air Liquide** est la déception de la semaine. Le titre a glissé 3,92% à 413,12 DT.

***Actualité**

Air Liquide, augmentation de capital

Le capital d'**Air Liquide** sera porté de 26 023 650 DT à 27 758 550 DT et ce, par incorporation de réserves et la création de 69 396 actions nouvelles gratuites de nominal 25 DT chacune. Les actions gratuites seront attribuées aux détenteurs des 1 040 946 actions composant le capital social actuel ainsi qu'aux cessionnaires en bourse des droits d'attribution, à raison d'une action nouvelle pour quinze actions anciennes, et ce à partir du 3 Septembre 2012.

Recommandations de la semaine

Semaine du 21 au 24 août 2012

Leasing CIL Perf. sur l'année **1,32%** Perf. sur la semaine **1,09%** Clôture **17,690**



CIL a montré des signes d'amélioration encourageants au cours du T2 2012. Les mises en force ont atteint 50,323 MDT, portant la production 2012 à 81,206 MDT. Cela revient au secteur touristique sur lequel CIL s'est montrée active, surtout avec le recul que la branche « Agriculture et Pêche » a enregistré. Cette tendance continuerait pour la seconde moitié de l'exercice à l'image de la structure des carnets de commandes actuels (+86,1% dans les approbations de la branche « Tourisme » à 24,782 MDT). Les revenus semestriels bruts de leasing se sont ainsi inscrits en hausse de 3,8% à 87,132 MDT. Le PNL S1 12 s'est établi à 9,286 MDT, +10,0%, profitant de la stagnation des charges financières grâce à un endettement stable (277,801 MDT). Les charges d'exploitation ont enregistré une hausse significative de 14,4% à 2,860 MDT. Les approbations du T2 12 montent à 69,481 MDT, +24,7% en rythme annuel. Depuis le début de l'année, les demandes de financement reçues par le loueur sont de 111,001 MDT. Les engagements de CIL ont légèrement progressé de 2,4% à 334,858 MDT, dont 8,2% de créances classées (27,782 MDT fin juin 2012 vs. 29,748 MDT une année auparavant). La stabilité du portefeuille leasing traduit les difficultés rencontrées, avec une liquidité serrée et un risque client important. Globalement, les chiffres publiés par CIL n'ont pas apporté de surprises, et restent en ligne avec nos estimations. Nous attendons la publication des états financiers semestriels pour avoir une idée sur le coût du risque pour mettre à jour notre modèle. CGF reste à l'« Achat ».

| | CB | Vol. Moyen | PNL | BPA | BV | P/E | P/B | DPA | Div Yield | ROE | Pay Out Ratio |
|---------|-------------|------------|------------|-------|-------|---------|-------|------|-----------|--------|---------------|
| FY 2010 | 117,120,000 | 144,861 | 17,133,733 | 2,088 | 8,293 | FY 2008 | 14,02 | 3,53 | 0,750 | 25,18% | 35,92% |
| FY 2011 | 91,000,000 | 57,550 | 16,890,665 | 1,622 | 9,218 | FY 2009 | 11,22 | 1,97 | 0,750 | 4,12% | 17,60% |
| FY 2012 | 88,450,000 | 30,891 | 17,997,399 | 1,496 | 9,964 | FY 2010 | 11,82 | 1,78 | 0,750 | 4,24% | 15,01% |

Serv. aux Consommateurs SOTETEL Perf. sur l'année **32,45%** Perf. sur la semaine **-2,02%** Clôture **7,760**



SOTETEL a publié un CA S2 2012 en hausse de 33,0% à 17,309 MDT. Ce premier semestre a été marqué par le démarrage de l'activité export en Algérie réalisant un chiffre d'affaires de 0,807 MDT. Ces chiffres reflètent une bonne progression des ventes par rapport à S1 2011, dépassant même les niveaux de l'année 2010 (+3,8% par rapport à S1 2010) et nos prévisions 2012. La société confirme que son carnet de commandes pour l'année 2012 a atteint 32 MDT, dont 3 MDT destinés à l'export. La résistance de son carnet de commandes traduite par une hausse soutenue des ventes a contribué à l'amélioration du résultat opérationnel S1 2012 à 0,179 MDT vs un résultat opérationnel déficitaire de -0,766 MDT une année auparavant. Le résultat avant impôt S2 2012 est passé du rouge au vert, passant ainsi de -0,260 MDT à 0,503 MDT (-37,8% par rapport à S1 2010). Le management espère développer davantage l'activité export, notamment en Algérie. D'ailleurs, la dernière alliance stratégique avec TELNET permettra à SOTETEL de participer dans le projet de migration 2G/3G en Algérie. Nous n'avons pas encore de détails sur la taille de ces projets. CGF maintient son opinion « Vente ».

| | CB | Vol. Moyen | CA | BPA | BV | P/E | P/B | DPA | Div Yield | ROE | Pay Out Ratio |
|---------|------------|------------|------------|-------|-------|---------|-------|------|-----------|-------|---------------|
| FY 2010 | 42,867,216 | 232,441 | 39,618,000 | 0,334 | 6,240 | FY 2008 | 28,46 | 1,52 | 0,200 | 2,11% | 59,91% |
| FY 2011 | 27,867,168 | 48,093 | 32,480,000 | 0,108 | 6,002 | FY 2009 | 55,40 | 1,00 | 0,200 | 3,33% | 184,37% |
| FY 2012 | 35,981,568 | 180,019 | 35,600,000 | 0,418 | 6,220 | FY 2010 | 18,55 | 1,25 | 0,200 | 2,58% | 47,80% |

Assurances STAR Perf. sur l'année **8,71%** Perf. sur la semaine **0,00%** Clôture **158,000**



Pour le deuxième trimestre de suite, STAR a pu nettement améliorer son chiffre d'affaires à 52,430 MTND, +17,7% en glissement annuel. La progression a touché toutes les branches, avec une mention spéciale pour l'« Automobile » (+15,6% à 26,587 MTND). Cette progression des revenus a été accompagnée par un rythme de cession en hausse de 120 bp à 9,6%. La sinistralité s'est inscrite en forte baisse, de 17,8% à 38,696 MTND. Les produits de placement ont atteint 6,448 MTND, +37,0% par rapport à juin 2011. Au niveau des performances semestrielles, le chiffre d'affaires S1 12 s'est établi à 134,630 MTND, +19,3% par rapport au S1 11. Les sinistres réglés ont reculé de 3,5% à 77,243 MTND. Le taux de rétention s'est effrité, passant de 91,1% fin juin 2011 à 87,6% une année plus tard. Nous pouvons affirmer que la contribution et l'apport commercial de GROUPAMA sont, enfin, visibles. Le partenaire français s'est penché sur des chantiers internes, puisqu'il était nécessaire de moderniser la structure organisationnelle et technique, et de préparer les équipes avant de passer à l'aspect commercial. Le lancement du produit « Auto Service + » a permis à la compagnie de se distinguer dans la branche phare du secteur. La hausse de cession provient de la branche « Incendie et Risques Divers », fortement réassurée. Pour la sinistralité, et vu que STAR a opté pour une indemnisation rapide de ses clients, les charges de sinistres resteraient élevées. Les réalisations de STAR confirment la tendance haussière que nous avons prévu dans notre modèle, même si la croissance du chiffre d'affaires a dépassé nos estimations (+11,3% prévus sur l'année). Une révision à la hausse de nos chiffres n'est pas à exclure. Sur la cote, le titre reste cher, et profite d'une prime de leader assez importante. CGF réitère son opinion « Vente ».

| | CB | Vol. Moyen | PNL | BPA | BV | P/E | P/B | DPA | Div Yield | ROE | Pay Out Ratio |
|---------|-------------|------------|-------------|--------|---------|---------|-------|------|-----------|-------|---------------|
| FY 2010 | 433,800,130 | 352,689 | 251,000,000 | 7,709 | 91,744 | FY 2008 | 24,78 | 2,08 | 1,800 | 0,94% | 8,40% |
| FY 2011 | 339,230,871 | 149,651 | 232,000,000 | 6,969 | 93,419 | FY 2009 | 21,09 | 1,57 | 1,800 | 1,22% | 7,46% |
| FY 2012 | 364,615,494 | 111,843 | 263,000,000 | 11,397 | 103,016 | FY 2010 | 13,86 | 1,53 | 1,800 | 1,14% | 11,06% |

Définition des ratios financiers

| Terme | Désignation | Numérateur | Dénominateur |
|-----------------------------------|---|---|-----------------------------------|
| Indicateurs de Marché | | | |
| P | Prix de l'action | Cours de Bourse | NA |
| N | Nombre d'actions | Nombre d'actions composant le capital social | NA |
| CB | Capitalisation Boursière | Prix de l'action*Nombre d'actions | NA |
| Chiffres Clefs | | | |
| CA | Chiffre d'affaires | NA | NA |
| EBITDA | Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization | EBIT+ dotations aux amortissements et aux provisions | NA |
| EBIT | Earnings before Interest and Taxes | Résultat d'exploitation | NA |
| RN | Résultat net | Résultat des activités ordinaires avant impôts- impôt sur les sociétés - intérêts des minoritaires | NA |
| CI | Capitaux investis | BFR + immobilisations incorporelles nettes+immobilisation corporelles nettes | NA |
| KP | Total capitaux propres | NA | NA |
| DFN | Dettes financières nettes | dettes financières LT + dettes financières CT - disponibilités - placements financiers | NA |
| FCF | Free Cash Flow | EBITDA - Variation du BFR - IS payés - Investissements d'exploitation nets de cessions | NA |
| Ratios d'exploitation | | | |
| TMB | Taux de Marge brute | Marge brute | CA |
| TMEBITDA | Taux de Marge d'EBITDA | EBITDA | CA |
| TMO | Taux de Marge opérationnelle | EBIT | CA |
| TMN | Taux de Marge nette | Résultat net | CA |
| Ratios de Rentabilité | | | |
| ROE | Return on equity | Résultat net | Total capitaux propres |
| ROA | Return on assets | Résultat net | Total Actifs |
| ROCE | Return on capital employed | EBIT*(1-taux d'imposition) | Capitaux investis |
| Ratios d'endettement | | | |
| Gearing | Gearing | Dettes financières nettes | Total capitaux propres comptables |
| NA | Dettes financières nettes/EBITDA | Dettes financières nettes | EBITDA |
| NA | Dettes financières nettes/FCF | Dettes financières nettes | FCF |
| NA | Dettes financières nettes/Capitaux investis | Dettes financières nettes | Capitaux investis |
| Interest Cover | Couverture des charges financières | EBIT | Charges financières nettes |
| Indicateurs par action | | | |
| BPA | Bénéfice par action | Résultat net | Nombre d'actions |
| DPA | Dividende par action | Bénéfice distribué aux actionnaires | Nombre d'actions |
| BV | Book value | Total capitaux propres | Nombre d'actions |
| FCFPA | Free Cash Flow par action | FCF | Nombre d'actions |
| DFNPA | Dettes financières nettes par action | Dettes financières nettes | Nombre d'actions |
| Multiples VE | | | |
| VE | Valeur de l'entreprise | Capitalisation Boursière + dettes financières nettes - immobilisations financière + Intérêts minoritaires | NA |
| VE/CA | NA | VE | CA |
| VE/EBITDA | NA | VE | EBITDA |
| VE/EBIT | NA | VE | EBIT |
| VE/FCF | NA | VE | FCF |
| Multiples Prix de l'action | | | |
| P/E | Price earning ratio | Capitalisation Boursière | Résultat net |
| P/B | Price to book ratio | Capitalisation Boursière | Total capitaux propres |
| POR | Pay Out Ratio | DPA | BPA |
| FCFE Yield | Free Cash Flow To Equity | Net income-(1-gearing)*investissement-(1-gearing)*variation BFR | Capitalisation Boursière |
| Div Yield | Dividend Yield | DPA | Prix de l'action |