

Avis Boursier

Le marché boursier témoigne d'une volatilité importante due à sa corrélation avec les événements politiques, sécuritaires et sociales que vit le pays. Cette volatilité est à tolérer pour un investisseur sur le court terme en contrepartie d'une espérance de rendement attrayante sur un horizon moyen et long terme.

La stratégie de placement la mieux adaptée serait alors une stratégie progressive avec une consolidation des positions prises à la suite d'une amélioration de la visibilité.

La sélectivité d'investissement des titres sera basée sur des valeurs présentant des fondamentaux solides et une évaluation attrayante.

Secteur bancaire : On croit que les banques de la place disposent d'une situation assez solide, une bonne performance qui s'explique par des fondamentaux en nette amélioration. De ce fait, le secteur bancaire offre une opportunité d'achat avec des perspectives positives. Ainsi, en référence aux indicateurs d'activité au 31/12/2010 toutes les banques de la place affichent des performances incontestables et des fondamentaux en nettes améliorations, dont on anticipe une croissance du bénéfice d'environ 20%. Mieux encore, les titres bancaires se transigent à un PER de 15,6× comparativement à 17× auparavant, une quasi-garantie qui témoigne d'un potentiel de croissance appréciable. Nos recommandations à l'achat sont BNA, BT et ATTIJARI BANK.

Secteur assurance : On estime que le secteur d'assurance dispose de fondamentaux assez solides pour dépasser cette entame d'année délicate et tirer plein avantage des récents événements pour relancer la demande. La STAR, leader incontesté du marché en Tunisie, est notre recommandation à l'achat.

Secteur grande distribution : Ce secteur qui touche la grande consommation a été rapidement remis sur les rails et l'activité a repris de façon quasi-immédiate et régulière en dépit des dégâts.

Maxula Bourse recommande de conserver les titres MONOPRIX et MAGASIN GENERAL.

Secteur distribution automobile : Ce secteur projette, malgré une situation nette de cash très confortable, des perspectives relativement contestables. Nos recommandations concernant Ennakl et Artes sont suspendues.

Secteur Industrie : La Sotuver roule à plein régime face à une demande en progression. Maxula Bourse recommande SOTUVER à l'achat.

Secteur Agroalimentaire : La SOPAT est notre choix pour l'agroalimentaire. L'activité des viandes blanches bénéficie d'une bonne perspective et nous recommandons l'achat du titre SOPAT.

Pour le reste des secteurs, nous y revenons avec plus de détails lors de nos prochaines publications.

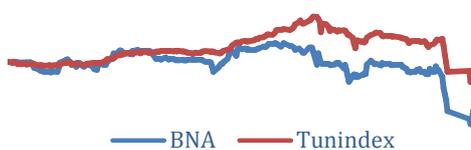
BNA**RECOMMANDATION: Achat**

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
Trailing	1,58	7,62	-	0,72	9,47%	0,85%	-
2009	1,26	9,11	3,92%	0,77	11,20%	0,71%	35,71%
2008	1,59	5,66	4,45%	1,12	11,40%	0,57%	25,19%
2007	1,41	6,37	4,47%	0,75	7%	0,56%	28,47%

Nombre d'actions	32000
Cours au 02/02/2011	12,06 DT
Capitalisation boursière	385920 mDT

Actionnariat**Actionnaire majoritaire Etat Tunisien**

ETAT TUNISIEN	23,49%
Etablissements publics & para-publiques	38,55%
Autres actionnaires	37,96%

Evolution BNA/ Tunindex

Forte d'une expérience, la BNA ne cesse de consolider sa position grâce à son professionnalisme. Deuxième pourvoyeur de crédits ainsi qu'en terme de collecte de dépôts et longtemps, considérée comme la banque numéro 1 des agriculteurs, la BNA a diversifié son activité et a devenu un partenaire de choix pour le développement des secteurs agricole, industriel et commercial.

Dans un objectif de consolidation de ses assises financiers et d'améliorer d'avantages ses fondamentaux, la BNA a procédé en 2009 à une augmentation de capital pour le porté de 100MDT à 160MDT. En dépit d'une croissance soutenue et remarquable des bénéfiques. (27% en 2009), la BNA a fait des efforts considérables en matière de provisionnement pour atteindre un montant au alentour de 403MDT en 2009 en progression de 17%.

Elle dispose aujourd'hui du plus dense réseau, soit 157 succursales réparties sur tout le territoire national.

Pour garantir une utilisation efficiente du nouveau système d'information et assurer un service continu à la clientèle, la BNA a engagé un vaste programme de modernisation de son infrastructure informatique, télécoms, sécurité et monétique.

S'étant engagée dans des efforts soutenus en matière de provisionnement et de restructuration, la banque commence à récolter les fruits de ces efforts.

Se rapportant à l'activité de la banque au 31/12/2010, les crédits accordés à la clientèle ont affiché une progression notable de 21,3%, pour s'établir à 5285MDT, alors que, les dépôts de la clientèle ont enregistré, entre septembre 2009 et septembre 2010, une amélioration de 8,0%, pour s'établir à 4 422 ,769MD pour la même période. Le PNB de la banque s'établit à 260MD affichant une progression de 7,9% par rapport à la même période de l'année écoulée. Côté productivité, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 5,4 point pour s'établir à 47,4%, fruit d'une meilleure gestion des charges opérationnelles.

Recommandation :

La BNA projette sur un bénéfice net 2010 au alentour de 55 Millions de Dinars.

Le titre BNA se transige à 7,9× ses bénéfiques prévisionnel 2010 comparativement à un PER sectoriel (Hors UIB) de 13,86 ×.

Le titre demeure toujours décoté par rapport au secteur bancaire. Nous recommandons **l'Achat du titre BNA.**

Principaux Indicateurs	2008	2009	Rang (2009)
Total Bilan	5 578 687	5 648 460	3
PNB	217 650	241 549	3
Part de marché des Crédits	17,55%	15,40%	2
Part de marché des Dépôts	15,04%	14,00%	2
Charges de Gestion	102 754	120 192	9
Coefficient d'exploitation	47,21%	49,80%	5
ROA	0,57%	0,71%	8
ROE	11,42%	11,20%	8
Résultat Net	31 763	40299	7
Résultat d'Exploitation	39 050	48 852	5
Liquidité	116,66%	118,40%	6
Taux des créances classées	11,90%	11,90%	7
Taux de provisionnement	65,20%	68,60%	7
Ratio de solvabilité	8,16%	11,40%	5

La BNA fait partie de la catégorie des banque qui ont une croissance équilibrée: les fondamentaux se sont nettement améliorés au cours de ces dernières années suite aux efforts déployées par la banque dans le développement de son activité.

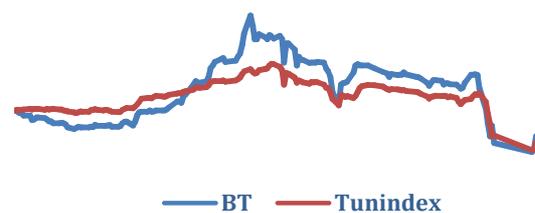
BT**RECOMMANDATION: Achat**

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
Trailing	0,63	15,15	-	2,4	15,81%	2,46%	-
2009	0,59	16,15	3,04%	2,41	14,86%	2,53%	5,16%
2008	0,837	13,26	2,70%	3,11	15,65%	2,62%	3,23%
2007	0,802	12,16	2,97%	3,05	16,71%	2,91%	3,71%

Nombre d'actions	112 500
Cours au 02/02/2011	9,53 DT
Capitalisation boursière	1 072 125 mDT

Actionnariat

BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	20%
Belhassen TRABELSI & CORPORATION AND INVESTMENT	12%
Groupe Abdellatif El FEKIH	8.2%
Autres actionnaires	59.8%

Evolution BT/ Tunindex

Principaux Indicateurs	2008	2009	Rang (2009)
Total Bilan	2 399 825	2 616 840	8
PNB	125 836	132 904	7
Part de marché des Crédits	6,69%	7,48%	7
Part de marché des Dépôts	6,18%	6,03%	9
Charges de Gestion	31 999	33 701	1
Coefficient d'exploitation	25,43%	25,36%	1
ROA	2,62%	2,53%	1
ROE	15,65%	14,86%	1
Résultat Net	62 788	66 081	1
Résultat d'Exploitation	74 084	82 073	1
Liquidité	125,63%	122,50%	2
Taux des créances classées	0,0679	0,0555	1
Taux de provisionnement	82,00%	83,10%	1
Ratio de solvabilité	21,99%	21,79%	1

La Banque de Tunisie a tenu dernièrement à rassurer sa clientèle quant au fonctionnement régulier de l'ensemble de ses services et avise que toutes ses agences, exception faite de l'agence Ghardimaou, continuent à servir correctement leurs clients.

Rappelons que la Banque de Tunisie a reçu en Décembre dernier, pour la deuxième année consécutive, le prix de la meilleure Banque en Tunisie (The Bank of The Year 2010), attribué à Londres par le magazine "The Banker" et le journal "The Financial Times".

Cette distinction accordée à la Banque de Tunisie par des experts internationaux de la finance vient récompenser en toute objectivité les réalisations de cette banque en matière de solidité financière et mettre la lumière sur ses fondamentaux forts appréciables en termes de solvabilité, de liquidité (le plus faible taux des créances classées du secteur et le meilleur taux de provisionnement).

En dépit de son positionnement de prédilection, la banque dispose d'un manque d'agressivité au niveau de ses activités commercial. Ainsi, elle s'est engagée de renforcer son réseau d'agence avec l'ouverture de 7 nouveaux points de vente en 2010 ramenant ainsi le réseau à 96 agences.

En référence aux indicateurs d'activité au 31/12/2009, les principaux indicateurs financiers ont affiché une amélioration concluante. L'évolution de l'activité de la Banque de Tunisie s'est poursuivie à un rythme soutenu marqué par un accroissement des crédits à la clientèle de 24,9% par rapport à fin décembre 2009. Les dépôts de la clientèle quant à eux se sont accrus plus rapidement avec une croissance de 27,6% comparée à fin 2009. En outre, le PNB a affiché une progression de 11,1% grâce à l'amélioration de la marge d'intérêt de 11,4% et celle sur commissions de 14,3%. La BT demeure toujours la référence en matière d'optimisation de ses charges avec un coefficient d'exploitation de 24,8% en appréciation de plus de 2 point.

Recommandation :

Les bons fondamentaux solides de la banque, témoignent que les bénéfices nets 2010 seraient en ligne avec l'objectif prévu, soit un bénéfice net de l'ordre de 70MD, voir même le dépassé.

Le titre se traite à 14,3× ses bénéfices prévisionnel 2010 comparativement à un PER sectoriel (Hors UIB) de 13,86×. En dépit que le titre affiche un niveau de valorisation en légère surcote par rapport à l'ensemble du marché, nous recommandons **l'Achat** du titre **BT**.

La BT occupe une place de choix au sein du secteur bancaire Tunisien avec des fondamentaux très solide lui permettant de se hisser et de faire face à toutes les situations futures.

Attijari Bank

RECOMMANDATION: Achat

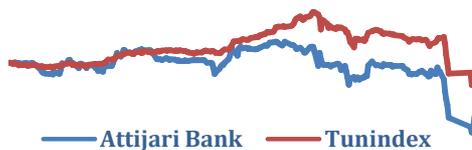
	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
Trailing	1,58	13,78	-	10,58	19,91%	1,42%	-
2009	1,39	15,5	-	12,01	19,44%	1,35%	-
2008	1,36	10,1	-	5,85	29,77%	1,44%	-
2007	-	-	-	2,71	-	-	-

Nombre d'actions	33750
Cours au 02/02/2011	16,69DT
Capitalisation boursière	563 288mDT

Actionnariat

Andalu carthage	54,60%
Divres	19,70%
Ennaki	11,70%
Groupe Mzabi	9,60%
Groupe Driss	2,30%
Hedi Daoud	2,10%

Evolution Attijari Bank/ Tunindex



Principaux Indicateurs	2008	2009	Rang (2009)
Total Bilan	2 839 717	3 477 100	7
PNB	128 549	147 947	5
Part de marché des Crédits	7,58%	7,89%	6
Part de marché des Dépôts	8,65%	8,93%	7
Charges de Gestion	63 780	72 030	2
Coefficient d'exploitation	49,62%	48,69%	7
ROA	1,44%	1,35%	2
ROE	29,77%	19,44%	1
Résultat Net	40 781	46 818	4
Résultat d'Exploitation	40 314	46 974	7
Liquidité	106,36%	105,16%	10
Taux des créances classées	13,00%	9,60%	6
Taux de provisionnement	51,30%	64,20%	8
Ratio de solvabilité	6,80%	10,44%	8

Après des longues années d'assainissement et de restructuration, l'exercice 2009, a été une année exceptionnel. Le cheval de bataille de Attijari Bank était la consolidation de ses ratios prudentiels, un objectifs qui a été fortement réalisé quoi qu'au détriment de sa rentabilité.

Le programme de restructuration de la banque entamé depuis la privatisation commence à porter ses fruits. Assainissement, qualité, innovation et proximité, tels étaient les principaux ingrédients de la stratégie de développement de la banque :

Attijari Bank n'a cessé de poursuivre son programme d'extension du réseau commercial, soit 164 agences à la mi-novembre 2010. En outre, elle admet pour vocation l'accompagnement de l'entreprise Tunisienne à l'International et des opérateurs économiques tunisiens à travers des missions d'hommes d'affaires en Afrique : Côte d'Ivoire, Mali, Sénégal, Libye, Algérie, Burkina Faso.

Sa stratégie commerciale et la consolidation de la démarche qualité pour une meilleure fidélisation lui a permis d'obtenir le Prix présidentiel pour la qualité des services bancaires ; un véritable stimulus pour la banque.

En outre, un assainissement du portefeuille et une amélioration continue de la qualité des actifs a fait ressortir un taux de créances classées de 9,1% en septembre 2010 contre 11,3% une année auparavant. Encore un effet soutenu de provisionnement permettant une amélioration du taux de couverture des créances classées à 66,1% et la banque compte atteindre un taux aux alentours de 70% fin 2010.

Il ya lieu de noter que la banque a sollicité la saisie- arrêt des avoirs de Princesse Holding pour les besoin de recouvrement de dette qui a servi le financement de l'opération de rachat de part de Tunisiana et dont le montant provisoire s'élève à 138MDT. Notons que cette saisie n'a pas été faite au nom de la seule Attijari Bank, mais au nom de tout le consortium bancaire Tunisien.

La banque a su faire preuve d'une réactivité forte permettant de réaliser ses objectifs : Les réalisations de la banque au 31/12/2010 témoignent d'un bon parcours. Conjointement, les ressources et les emplois de la banque ont suivi le même rythme affichant des progressions respectives de 15,5% à 3 234MD et de 16,1% à 2591MDT par rapport à fin décembre 2009. En termes d'activité, le PNB de la banque a augmenté de 13% à 167MD grâce notamment à l'amélioration des revenus d'intérêts (+17%). Au niveau de la maîtrise des charges, la banque a gagné près de 2 points en termes de coefficient d'exploitation à 47,7%.

Recommandation :

Pour 2010, dans son ensemble, la banque est entrain de suivre son business plan et confirme ses réelles ambitions pour un meilleur positionnement. Ainsi, le management de Attijari Bank table sur un bénéfice Net au alentour de 57MDT, un chiffre qu'on estime très réalisables.

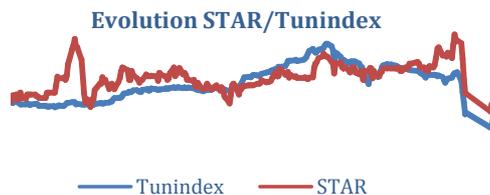
Le titre se transige à 11,78x ses bénéfices prévisionnel 2010 comparativement à un PER sectoriel (Hors UIB) de 13,86x. Nous recommandons l'**Achat** du titre Attijari Bank.

STAR

RECOMMANDATION: Achat

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
Trailing	15.02	10.6	-	1.74	16.48%	5.03%	-
2009	14.62	9.8	1.25%	1.67	17.03%	5.05%	12.31%
2008	14.11	6.5	21.02%	1.08	16.64%	4.90%	136.79%
2007	3.93	8.8	NA	1.67	19%	1.21%	NA

Cours au 03/02/2011 : 159 DT
 Nombres d'actions : 2307 693
 Capitalisation Boursière : 359 077 mDT
 Actionnariat : Groupama 35% Etat 38%



	2008	2009	Variation
Résultat technique	40299	37795	-6%
Affaires non vie	39505	36289	-8%
Affaires Vie	794	1506	90%
Solde gestion financière	7726	9978	29%
Solde gestion générale	-243	964	-497%
Résultat net	32560	33738	4%

	2008	2009	Variation
Fonds Propres	195631	198080	1%
Primes émises	170901	180221	5%
Charges des sinistres	132705	132896	0%
S/P	77,65%	74,60%	-4%
Résultat Technique	40299	37795	-6%
Provisions Techniques	392424	397368	1%
Placements	5273421	552848	-90%
Couverture des engagements	134,38%	139,13%	4%

Les provisions techniques qui s'élèvent à 397.4 Millions de Dinars ont continué leur progression rassurant, ainsi, sur la solvabilité et la préservation des intérêts des assurés. Le taux de représentation des engagements techniques s'estime à 140% dépassant de loin le taux réglementaire. Ce surprovisionnement permettra d'amortir le choc que pourrait subir la STAR suite aux derniers événements.

La STAR dispose par ailleurs d'une politique de réassurance bien étudiée avec un taux de cession de primes émises de 14% , et respectivement de 55% et 73% pour les branches incendie et transport.

Groupama, le partenaire français de la Star détenant 35% de son capital, doit démontrer plus d'ardeur et d'implication dans la stratégie de développement du leader de l'assurance en Tunisie.

Sa participation stratégique en Tunisie ne doit pas constituer uniquement une pièce de son puzzle géographique. Groupama se doit de prendre les commandes de la STAR non seulement pour éliminer la distorsion publique privée mais aussi pour apporter son savoir faire sur le plan national et international. Nous recommandons que Groupama prenne définitivement le contrôle pour s'impliquer sérieusement dans l'atteinte de ces objectifs.

En dépit de l'apport du l'assureur français pour la STAR ayant permis de consolider ses ratios de gestion prudentielle et de renforcer son assise financière, des progrès restent à faire sur d'autres plans :

- ✓ Tracer le plan de développement stratégique de la Star par l'élaboration de nouveaux produits
- ✓ Améliorer le taux de pénétration des produits d'assurance
- ✓ Diffuser la culture d'assurance chez le citoyen tunisien
- ✓ Apporter un savoir faire notamment pour lancer les branches sous exploitées : agricole, export, vie

Les récents changements sur la tête de la STAR ainsi que les augmentations de salaires qui devraient y avoir suite aux pressions syndicales vont stimuler leur motivation ce qui devrait se traduire par une amélioration de la productivité et de l'efficacité et un développement des produits.

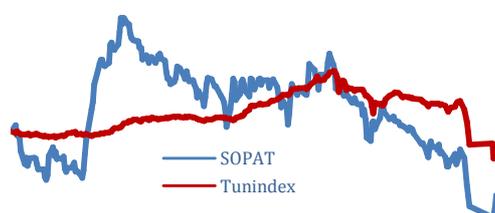
En dépit de ses résultats excellents au cours des trois dernières années, STAR garde un potentiel intact de croissance et dispose d'une capacité de réaliser un bénéfice net entre 40 et 50 Millions de Dinars.

Présentant des indicateurs du 4^{ème} trimestre 2010 au beau fixe avec une progression des primes nettes de 2.7% au terme de 2010 par rapport à 2009 et une baisse des sinistres réglés de 23% pour la même période, la STAR se transige à 10.6 fois son bénéfice trailing et expose une réelle opportunité d'investissement : Acheter.

SOPAT**RECOMMANDATION: Achat**

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	EV/EBITDA	Gearing	ROE	PEG
2010 Trailing	0,26	12,62	-	2,76	-	-	21,87%	0,4
2009	0,19	22,25	2,78%	3,33	11,74	73,24	14,95%	0,19
2008	0,15	8,6	7,81%	1,06	4,76	59,75	12,38%	0,07
2007	0,05	43,42	N.D	1,77	18,17	49,34	4,07%	0,38

Nombres d'actions : 11 812 500
 Capitalisation Boursière : 38 745 mDT
 Actionnariat : 65,3% GALLUS HOLDING

Evolution SOPAT/TUNINDEX

Social	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	31 399 750	38 254 055	45 311 704
Variation en %		21,83%	18,45%
EBITDA	1 520 595	4 962 827	5 305 614
Variation en %		226,37%	6,91%
Résultat d'exploitation	3 127 747	3 195 124	3 117 300
Marge d'exploitation	9,96%	8,35%	6,88%
Résultat net	497 463	1 758 391	2 293 788
Marge nette	1,58%	4,60%	5,06%

Social	2007	2008	2009
Capitaux propres	12 219 920	14 207 228	15 343 899
Dettes LMT	3 756 193	2 290 422	1 346 064
Actif Immobilisé	14 340 532	15 275 432	19 818 270
Actif Circulant	12 443 961	13 722 406	16 233 127
BFR	3 900 221	7 422 496	6 787 700
Total Actif	26 995 588	29 145 452	36 123 628
Endettement net	6 029 732	8 488 864	11 237 598
Levier net comptable	0,84	0,65	0,79

L'activité de la SOPAT tourne autour de la production et la transformation des produits agricoles, agroalimentaires et viandes ; essentiellement l'exploitation de poulaillers de tout genre et les opérations commerciales, industrielles, mobilières, immobilières et financières s'y rattachant.

Au point de vue historique du titre en 2009, le cours de titre a connu une évolution spectaculaire en 2009, en effet le taux de rendement du titre en 2009 est de 257,26%. En 2010, la société a enregistré une régression du titre de 12,16%.

Concernant l'activité, Le chiffre d'affaires enregistré une progression de 19% en 2011 en s'affichant 54,021 MDT contre 45,311 en 2010. Cette performance est réalisée suite à une évolution de 78% des Aliments et poussins et 11% des viandes.

Une évolution des endettements qui se traduit par l'acquisition de crédit à moyen long terme afin de financer des investissements en amont et d'acquérir de nouveaux packagings. Notant que la SOPAT a affiché, en 2009, un ratio de Gearing (Dette nette/Fonds propres) très élevé de 73,24%.

La reprise de l'activité économique se fera par une reprise de la consommation des aliments de base. La viande blanche étant bon marché comparativement aux autres sources de protéines. La société a déclaré que son activité a été épargnée et que ses objectifs seront maintenus.

Au cours actuel, SOTUVER se paie 12,62x ses bénéfices Trailing 2010 contre un PER Trailing 2010 du secteur de 10,62x. Maxula Bourse recommande le titre SOPAT à l'achat.

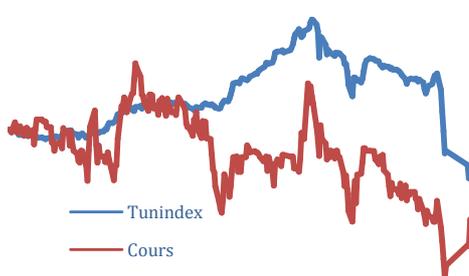
SOTUVER

RECOMMANDATION: Achat

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	EV/EBITDA	Gearing	ROE	PEG
2010 Trailing	0,56	14,01	-	4,64	-	-	27,58%	-
2009	0,48	20,42	2,02%	5,14	13,06	16,34%	25,18%	0,9
2008	0,19	10,93	4,81%	1,12	5,05	20,88%	10,20%	0,48
2007	0,32	4,53	N.D	0,84	7,86	60%	18,54%	0,2

Nombres d'actions : 12 633 000
 Capitalisation Boursière : 99 295 mDT
 Actionnariat : 87% CFI 7% Hafedh HEMAYED

Evolution SOTUVER/TUNINDEX



La compagnie Financière d'Investissement devient l'actionnaire majoritaire de la société tunisienne de verreries (SOTUVER) avec une participation de 88,81% au capital de cette dernière, après avoir racheté la totalité des actions appartenant aux héritiers de Khaled et Noureddine CHAHED (70,70% du capital de la SOTUVER) ainsi que 18,11% auprès d'autres actionnaires

Depuis la prise en main de la SOTUVER par les Bayahi en 2009, les choses ont beaucoup changé et en mieux.

Sur la côte boursière, la SOTUVER a connu, en 2009 une forte demande. Le cours boursier est passé de 21 dinars à 99 dinars avec un pic de 112.5 enregistré le 16 octobre 2009, qui a permis à la société de se classer sur la première marche du podium des hausses avec un rendement de 371,5%. Par ailleurs, en 2010, la société semble être occultée par les investisseurs, qui a induit la société a enregistré une régression de 18,18%.

Au niveau de l'activité, le chiffre d'affaires de la SOTUVER a subi une baisse de 7,9% en 2010 par rapport à 2009. Cette régression dégage une baisse des ventes à l'export (-40,%) sur la période. Cependant, les ventes locales ont progressé de 9,5%. Cette nouvelle politique adoptée par le management favorise le verre teinté destiné au marché local plutôt que le verre blanc destiné à l'exportation.

Une variation positive au niveau des investissements s'élevèrent à 6 MDT portant sur l'acquisition d'équipements de production et la révision des installations. Les endettements ont accusé un repli de 5,3% suite aux remboursements des crédits à moyen et long terme.

Suite à la conjoncture, La reprise sera sûrement rapide et la société roule à pleine capacité et la demande sur ces produits est très forte.

Nous estimons une réalisation de 8 MDT de résultat net pour la SOTUVER en 2010.

Au cours actuel, SOTUVER se paie 14,01x ses bénéfices Trailing 2010 contre un PER Trailing 2010 du secteur de 19,78x. Maxula Bourse recommande le titre SOTUVER à l'achat.

Social	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	18 412 854	24 716 292	27 427 429
Variation en %		34,23%	10,97%
EBITDA	4 645 508	7 209 333	10 108 267
Variation en %		55,19%	40,21%
Résultat d'exploitation	2 059 897	3 715 482	6 974 827
Marge d'exploitation	11,19%	15,03%	25,43%
Résultat net	4 071 260	2 403 873	6 123 245
Marge nette	22,11%	9,73%	22,33%

Social	2007	2008	2009
Capitaux propres	21 963 611	23 566 363	24 320 396
Dettes LMT	13 182 202	4 921 462	3 974 709
Actif Immobilisé	25 759 932	23 092 808	23 396 645
Actif Circulant	18 823 418	20 276 866	17 470 671
BFR	14 292 833	10 811 339	8 148 508
Total Actif	44 583 350	43 369 674	40 867 316
Endettement net	18 071 274	10 110 614	6 994 699

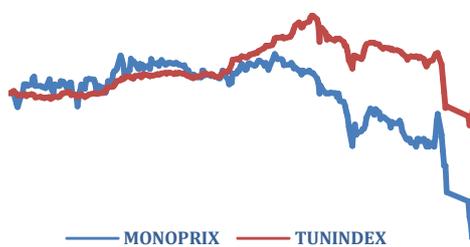
Monoprix

RECOMMANDATION: CONSERVER

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	EV/EBITDA	EV/CA	Gearing	ROE	PEG
2010 Trailing	1,83	17,35	-	5,82	-	-	-	33,55%	1,66
2009	1,59	29,24	2,50%	8,06	26,52	1,16	32,19%	27,56%	8,07
2008	1,5	15,39	4,86%	4,36	12,42	0,68	4,75%	28,32%	4,25
2007	1,48	11,5	6,59%	3,46	0,39	0,66	0,96%	30,09%	3,17

Nombres d'actions : 9 245 080
 Capitalisation Boursière : 293 251 mDT
 Actionnariat : 76,7% Groupe MABROUK

Evolution MONOPRIX/TUNINDEX



Social	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	238 954 106	316 128 734	383 478 709
Variation en %		32,30%	21,30%
EBITDA	407 554 342	17 346 462	16 829 488
Variation en %		-95,74%	-2,98%
Résultat d'exploitation	8 687 784	12 029 666	10 297 575
Marge d'exploitation	3,64%	3,81%	2,69%
Rt Financier	6 670 806	4 282 478	6 456 348
RT non courant	7 799 220	11 377 279	9 226 370
Résultat net	13 663 917	13 855 142	14 672 223
Marge nette	5,72%	4,38%	3,83%

Social	2007	2008	2009
Capitaux propres	45 416 900	48 917 552	53 235 285
Dettes LMT	4 550 000	3 150 000	16 750 000
Actif Immobilisé	73 809 268	82 344 743	99 248 026
Actif Circulant	42 580 611	54 238 075	58 064 772
BFR	-28 341 414	-31 807 587	-29 643 065
Total Actif	116 774 257	137 286 045	158 080 287
ROE	30,09%	28,32%	27,56%
Endettement net	435 332	2 322 831	17 137 165
Levier net comptable	0,23	0,24	0,46

Monoprix est une enseigne de supermarchés tunisienne appartenant au groupe Mabrouk depuis 1999. Récemment le groupe a étendu son partenariat avec Monoprix pour accéder à la centrale d'achat de Monoprix service et d'augmenter le nombre de points de vente à 80 situés dans toutes les grandes villes à travers le pays. Avec sa stratégie d'expansion interne et externe, le groupe Mabrouk devient le leader dans le secteur avec une part de marché estimée de 38%.

Au côté activité, Monoprix affiche un chiffre d'affaires en progression de 11%, passant de 396,775 MDT pour établir 439,139 MDT en 2011. Cette hausse est due essentiellement à l'effort commercial et à la politique d'expansion qui vise l'ouverture de nouveaux points de vente.

Monoprix se trouve avec un endettement net positif (un ratio Net Gearing) de 32,19% en 2009, contre un secteur de la distribution endetté avec un ratio Gearing de 60,12%.

La société Monoprix annonce la création de 500 magasins Mini Monoprix. Ces supérettes, baptisées "Mini-M", seront de petites entreprises gérées en franchise par de jeunes diplômés de l'enseignement supérieur formés en amont par l'Agence Nationale de l'Emploi). Ainsi que, 3 000 emplois sont prévus sur les 5 prochaines années.

Recommandation :

La reprise de l'activité sera immédiate dès le retour au calme, vu que le secteur touche directement le consommateur.

A ce prix, le titre MONOPRIX se négocie 17,35x ses bénéfices trailing contre un PER Trailing 2010 de 38,21x pour le secteur.

De plus, Monoprix affiche un multiple du chiffre d'affaires (VE/CA) de 1,16x en 2009 contre un multiple mondial moyen de 0,5x du secteur de la grande distribution.

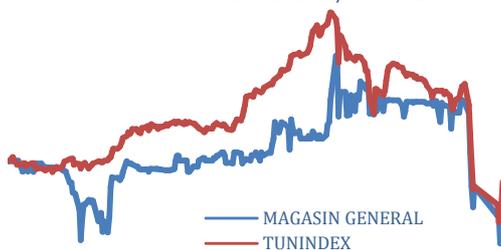
Maxula Bourse recommande de conserver le titre MONOPRIX.

MAGASIN GENERALE**RECOMMANDATION: CONSERVER**

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	EV/EBITDA	EV/CA	Gearing	ROE	Taux de conversion
2010 Trailing	1,9	61,92	N.D	5,54	-	-	-	8,95%	-
2009	1,58	81,85	N.D	6,72	31,74	1,51	101,01%	7,66%	-64
2008	-1,26	-46,84	N.D	35,81	821,44	0,76	129,09%	-76,36%	-54
2007	-4,34	-6,34	N.D	6,72	-29,85	0,30	-134,54%	-106,04%	-41

Nombres d'actions: 1 670 000
 Capitalisation Boursière: 269 550 mDT
 Actionnariat: 76,3% STE MED INVEST COMPANY SA

Evolution MAGASIN GENERAL/TUNINDEX



Social	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	166 473 994	184 718 091	227 939 809
Variation en %		10,96%	23,40%
EBITDA	-1 691 706	170 874	10 834 975
Variation en %		-110,10%	6240,90%
Résultat d'exploitation	-12 184 509	-4 419 349	4 441 481
Marge d'exploitation	-7,32%	-2,39%	1,95%
Rt Financier	2 398 223	1 726 706	-583 191
RT non courant	-10 415 562	-3 200 485	3 163 361
Résultat net	-9 965 385	-2 889 042	3 618 876
Marge nette	-5,99%	-1,56%	1,59%

Social	2007	2008	2009
Capitaux propres	9 397 794	3 783 496	47 261 390
Dettes LMT	473 121	776 080	37 921 187
Actif Immobilisé	19 527 701	96 712 841	116 752 269
Actif Circulant	41 181 686	41 982 524	69 899 628
BFR	-22 332 331	-88 849 905	-24 623 953
Total Actif	60 740 971	140 276 133	190 445 673
ROE	-106,04%	-76,36%	7,66%
Endettement net	-12 643 961	4 884 129	47 739 514
Lever net comptable	0,16	3,68	1,22

Magasin Général est une chaîne de supermarchés l'ancienne société publique créée en 1920. La chaîne a été privatisée en 2007 et achetée 76,31% du capital de Magasin Général par un consortium composé de deux groupes importants Poulina et Bayahi qui possède déjà des grossistes et Promogros Magros. Magasin général aujourd'hui est un groupe composé de 57 supermarchés présents dans tous les pays. En 2009, le groupe a lancé un programme de remodelage et de modernisation pour tous ses magasins, avec un changement de son enseigne, tout en adoptant une nouvelle stratégie marketing. Le Magasin général, avec 29% de part de marché, est le groupe qui a le plus de potentiel pour les consommateurs les importations de produits orientés des États-Unis.

Cependant des résultats et des performances commerciales du groupe arrêtées au 31 Décembre 2010 avec un chiffre d'affaires qui s'élève à 335,926 MDT en amélioration de 37% respectivement par rapport à 2009. Cette amélioration est imputable non seulement à l'augmentation de la fréquentation du Magasin Général, mais aussi à une appréciation du panier moyen.

En outre, Magasin Général affiche en 2009 un taux d'endettement net (ratio Gearing) beaucoup plus élevé avoisinant les 101%.

Recommandation :

Le Magasin Général a décidé, par ailleurs, de se relancer sur le segment de la distribution de l'électroménager suite à l'acquisition de 21 fonds de commerce de Batam et leur réaménagement et réouverture est prévu pour 2011.

La reprise de l'activité sera immédiate dès le retour au calme, vu que le secteur touche directement le consommateur.

Le magasin Générale se transige à 61,92x ses bénéfices Trailing 2010 contre un PER Trailing du secteur de 38,21x.

De plus, Magasin Général affiche un multiple du chiffre d'affaires (VE/CA) de 1,51x en 2009 contre un multiple mondial moyen de 0,5x du secteur de la grande distribution.

Nous recommandons de conserver le titre Magasin Général.

ENNAKL

RECOMMANDATION: SUSPENS

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	EV/EBITDA	Gearing	ROE	PEG
2010 Trailing		10.04	-		-	-		1,16
2009	0.73	11.22	6.08%	4.84		-81.86%	43.10%	1,29
2008		-	4,81%	-		-34.99%	46.74%	-

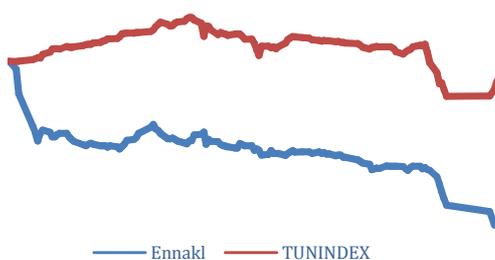
Nombres d'actions : 30 000 000

Capitalisation Boursière : 246 600 mDT

Actionnariat :

Ste Princesse Holding et famille MATERI	60%
Public place de Tunis	30%
Public place de Casablanca	10%

Evolution ENNAKL/TUNINDEX



— Ennakl — TUNINDEX

	2008	2009
Chiffre d'affaires	278 911 009	328 881 255
Variation en %		17.91%
EBITDA	29 166 688	30 541 496
Variation en %		4.7%
Résultat d'exploitation	25 999 620	28 260 210
Marge d'exploitation	9.32%	8.59%
Rt Financier	230 502	-2 831 907
RT non courant	25 356 033	26 538 096
Résultat net	20 705 307	21 988 107
Marge nette	7.42%	6.68%

	2008	2009
Capitaux propres	44 298 187	51 021 061
Dettes LMT	2623 541	744 876
Actif Immobilisé	32 357 030	33 200 875
Actif Circulant	155 135 774	198 176 751
BFR	-3 491 960	-23 246 005
Total Actif	187 492 804	231 377 626
Endettement net	-15 500 942	-41 768 017

Ennakl, le concessionnaire officiel d'Audi, Porsche, Volkswagen et Seat en Tunisie a réalisé une introduction en bourse marquante avec une levée de fonds de 130 millions de dinars soit 40% de son capital. Elle se classe aujourd'hui premier concessionnaire dans le pays par le nombre de véhicules vendus, une position qui ne sera pas aisée de préserver dans la nouvelle conjoncture.

La facture a été relativement salée pour la société Ennakl Automobiles suite aux derniers événements qu'a connus le pays.

L'enceinte du Port de Tunis a été le théâtre de vols et de dommages qui ont touché 8 Porsche et 12 Seat d'une valeur estimée à 1,5 million de dinars ainsi que d'autres véhicules stationnés au port d'une valeur de 200.000 DT. Les dégâts occasionnés sur les véhicules d'ENNAKL estimés à 1,7 MDT.

Par ailleurs, le stock de véhicules se trouvant aux parcs de la société ni sur et les immobilisations corporelles ont été épargnés. A cet effet, le management de la société a clarifié que les dégâts recensés sont jugés minimes et ne remettent en aucun cas en cause ni la continuité d'exploitation de la société, ni son aptitude à honorer ses engagements.

Noureddine Hamdi a été nommé récemment PDG pour remplacer Mohamed Sakher El Materi et la société compte sur sa loyauté et son expérience de 35 ans de carrière. Les indicateurs trimestriels de Ennakl Automobiles au 31/12 /2010 rassure sur l'activité prospère de son business. Le chiffre d'affaires de la société Ennakl Automobiles a atteint 411,519 MD au terme de l'exercice 2010 réalisant une amélioration de 30% par rapport à 2009 et la trésorerie nette de fin d'exercice 2010 a affiché une amélioration proche de 50% par rapport à l'année précédente.

Par ailleurs, l'année 2010 a connu l'ouverture de 5 nouvelles agences officielles de la société "ENNAKL Automobiles" portant ainsi le nombre total d'agences de 14 en 2009 à 19 au terme de 2010.

Le business modèle des concessionnaires de véhicules étant remis en question, l'avenir de la société Ennakl présente une certaine incertitude et on s'attend dans les prochains mois à lever cette invisibilité.

L'action Ennakl se transige 11.22 fois son bénéfice 2009 et 10.4 fois son bénéfice trailing.

Maxula Bourse émet un avis boursier suspendu pour l'instant.

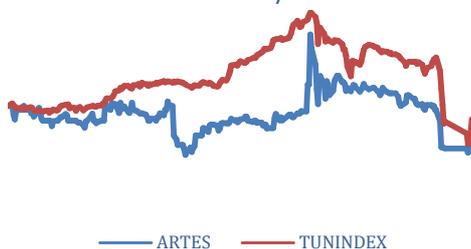
ARTES

RECOMMANDATION: SUSPENS

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	EV/EBITDA	Gearing	ROE	PEG
2010 Trailing		10.02						
2009	0.91	12.48	6.4%	4.21	0.54	-142%	33.69%	3.09
2008	0.82	10.9	6.7%	3.24	0.59	-75%		2.55
2007	0.84		6.3%	4.63	0.8	-122%	30.1%	3.54

Nombres d'actions : 25 500 000
 Capitalisation Boursière : 288 915 mDT
 Actionnariat : 60,35% Famille MZABI

Evolution ARTES/TUNINDEX



Depuis son introduction en bourse en 2008, le groupe ARTES, concessionnaire automobile des deux grandes marques internationales en l'occurrence RENAULT et NISSAN n'a cédé de consolidé sa position sur le marché. Ainsi le concessionnaire de la marque losange s'est concentré sur le développement d'un réseau, soit 26 points de vente actuellement, et s'est doté d'une part de marché de plus de 20% en répartition des ventes par constructeurs.

La société informe que suite aux événements survenus ces derniers jours les installations et les actifs de la société n'ont subi aucun dommage ni dégât et que l'activité de la société a repris le lundi 17 janvier 2011, de ce fait la continuité d'exploitation ne sera pas affectée.

Pour 2010, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 195,732 Millions de dinars au 31/12/2010, contre 167,519 Millions de dinars au 31/03/2009, soit une augmentation de 28,213 Millions de dinars (+16,84%). Ainsi, l'activité commerciale était particulièrement soutenue, boostée par l'augmentation du nombre de véhicules vendus. Les nouveaux modèles commercialisés par ARTES, notamment la nouvelle Mégane ont suscité un franc succès. Evoquant que la société a lancé depuis Septembre 2010, la commercialisation de deux nouveautés Renault : la Latitude et la Fluence. La diversité de l'offre du concessionnaire lui a permis d'assurer une dynamique de croissance.

Le management du groupe ARTES, avec l'éventuel partenariat de la GIF Filter (filiale du groupe ARTES) avec un opérateur étranger, espère augmenter le CA de la maison RENAULT avec la Tunisie et améliorer, dans une deuxième étape, son quota annuel d'importation de véhicule. La réalisation de ce partenariat constitue le plan de croissance que le marché a tant attendu depuis l'introduction du concessionnaire. On s'attend dans les prochains mois son portée et son impact sur les ventes d'ARTES.

Le business modèle des concessionnaires de véhicules étant remis en question, l'avenir de la société ARTES présente une certaine incertitude et on s'attend dans les prochains mois à lever cette invisibilité.

L'action ARTES se transige 12.4 fois son bénéfice 2009 et 10 fois son bénéfice trailing. Maxula Bourse émet un avis boursier suspendu pour l'instant.

Social	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	166 565 562	167 896 374	199 854 832
Variation en %		0,80%	19,03%
EBITDA	299 396 651	299 524 534	360 250 857
Variation en %		0,04%	20,27%
Résultat d'exploitation	22 011 241	22 224 110	25 818 363
Marge d'exploitation	13,21%	13,24%	12,92%
Rt Financier	4 372 666	3 592 826	3 069 921
RT non courant	21 663 976	22 048 354	25 538 434
Résultat net	21 491 107	21 017 346	23 368 411
Marge nette	12,90%	12,52%	11,69%

Social	2007	2008	2009
Capitaux propres	70 321 699	70 692 927	78 712 707
Dettes LMT	490 000	347 241	324 753
Actif Immobilisé	8 640 665	8 439 603	19 223 639
Actif Circulant	117 311 784	124 124 421	178 503 334
BFR	-23 546 741	9 861 742	-52 088 231
Total Actif	125 952 449	132 564 024	197 726 973
ROE	30,66%	29,82%	29,81%
Endettement net	-86 081 370	-53 077 395	-112 300 883
Levier net comptable	0,05	0,01	0,05