

Données consolidées	2013	2014E
PER	12,0	12,7
PBV	7,4	7,1
Dividende/a en DT	0,670	0,700
Div Yield	6,1%	5,4%
VE/CA	1,2	1,1
VE/EBITDA	9,8	8,4

Données consolidées	2013	2014E
CA en MDT	99,3	120,1
EBITDA en MDT	12,2	16,0
EBIT en MDT	13,0	15,4
RN en MDT	12,3	13,7
T de Marge/ EBITDA	12,2%	13,3%
Taux de marge/RN	11,5%	11,6%

Données consolidées	2013	2014E
F Propres en MDT	29,1	33,8
CB en MDT	147,8	174,2
DFN en MDT	-28,4	-40,4
Gearing	-97%	-119%
ROE (FP moyens N et N-1)	53,6%	51,0%
ROA	18,3%	17,2%

Synthèse et recommandation

En l'espace de cinq ans de pleine activité, la marque Kia distribuée par City Cars décroche, sur le seul segment des Véhicules Particuliers « VP* », la seconde part de marché (officiel) en Tunisie à 10,4% derrière Renault, détrônant en 2014 les marques Peugeot et Volkswagen. Pour l'ensemble de la gamme des Véhicules Légers « VL* » : Particuliers et Utilitaires, Kia est 5^{ème} du marché officiel avec une part de 7,5%.

Grace à une croissance des ventes des véhicules de marque KIA, tout comme dans plusieurs autres pays, à un rythme plus élevé que la concurrence notamment des véhicules de marque Européenne, le groupe City Cars clôture l'exercice 2014 avec des réalisations nettement meilleures que ceux initialement prévues dans le BP élaboré à l'occasion de son admission en bourse (Novembre 2013).

Le **chiffre d'affaires du groupe** City Cars en 2014 est estimé autour de **120,1 MDT** contre 99,3 MDT en 2013 soit une progression de 20,5%, dépassant ainsi les 110,4 MDT prévus dans le BP d'introduction. Le **résultat net part du groupe** 2014 est également attendu en hausse de **11,6% à 13,7 MDT** contre 12,8 MDT prévu initialement dans le BP. A noter que le groupe a réalisé, pareillement en 2013, des bénéfices au-dessus des prévisions (11,5 MDT) à 12,3 MDT en croissance de 47,6% par rapport à 2012.

Le groupe City Cars affiche un **GEARING** négatif (trésorerie excédentaire) et une rentabilité financière (ROE) de plus de 50%.

La stratégie future de City Cars est de monter en gamme au fur et à mesure du renforcement de la notoriété de la marque. Le parc de véhicule étant récent, les revenus provenant des prestations techniques et de ventes de pièces de rechanges sont appelés à se développer, compte tenu de l'augmentation de la taille du parc, du vieillissement progressif du parc automobile KIA, et du programme pour l'extension du réseau d'agences.

Par ailleurs, introduite au marché principal de la cote de la bourse au prix de 10,950 DT, l'action City Carsa progressé depuis le démarrage de cotation de 4,1% en 2014 et de 13,2% en 2015 à un cours actuel de 12,900 DT. Le titre s'échange à 12,7 fois ses bénéfices consolidés 2014 et offre un *Dividend Yield* généreux de 5,4% sur la base d'un dividende prévisionnel à distribuer en 2015 de 0,700 DT par action contre 0,670 DT l'année dernière.

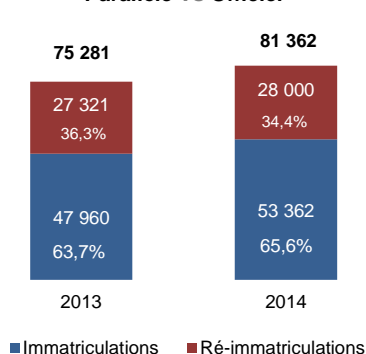
Indépendamment de l'ouverture du marché de l'automobile en Tunisie, qui sera un tremplin pour les revenus de la société dans un contexte marqué par une tendance haussière des parts de marché de la marque KIA aussi bien en Tunisie qu'en dehors des frontières et compte tenu des éléments susmentionnés, **nous recommandons le titre à l'achat, en tant que valeur de rendement** (rémunération en dividende régulière et généreuse) avec un objectif de cours sur le moyen-court terme de **15,500 DT** offrant un *dividend Yield* de 4,5%. Sur un plus long horizon, on s'attend à ce que City Cars, qui n'a derrière elle que 5 exercices pleins, relève progressivement le niveau de distribution dans les années à venir au fur et à mesure de l'accroissement de sa taille.

Le marché automobile en Tunisie : situation et perspectives

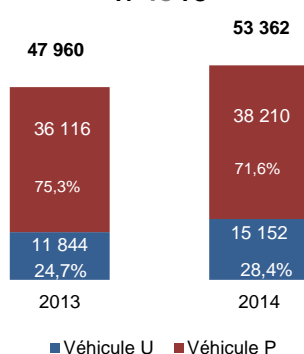
Le secteur de l'importation des voitures en Tunisie est juteux. En effet, la demande est très importante, et l'offre est faible. L'importation des voitures en Tunisie est en principe libre, et n'est soumise à aucun contrôle, selon l'engagement de la Tunisie avec l'Union Européenne. Or, la coutume s'est imposée comme une loi en Tunisie, avec la gestion de l'importation à travers des quotas. Le régime était avant géré par le système de compensation, c'est-à-dire on doit exporter des pièces de rechange de la marque pour pouvoir importer des voitures. Cette règle (circulaire), a permis de développer l'industrie mécanique et électrique en Tunisie.

Depuis 2011, les concessionnaires demandent l'augmentation du quota d'importation dans le cadre du programme générale d'Importation face à une demande insatisfaite du marché, et une administration soucieuse des réserves en devises, de la capacité d'absorption du marché intérieur et aussi de l'infrastructure routière¹.

Marché automobile VL* en Tunisie
Parallèle Vs Officiel



Structure marché officiel VL*
VP Vs VU



Fin 2014, le marché des VL* en Tunisie a progressé de 8,1% par rapport à 2013 avec 81 362 Véhicules vendus dont 65,6% immatriculés via le marché officiel des concessionnaires et 34,4% ré-imatriculés sur le marché parallèle.

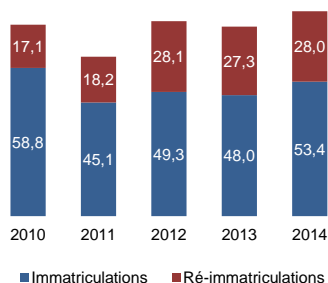
La croissance de ce dernier n'a été que de 2,5% en 2014. Sur le marché officiel, la croissance a été de 11,3% portant le nombre des nouvelles immatriculations à 53 362 VL dont 38 210 VP, soit une part de 71,6%.

*Véhicules Légers « VL » =
Véhicules Particuliers « VP »
+ Véhicules Utilitaires « VU »

¹ L'expertjournal.net : « Importation des voitures entre gros ventres et administration qui bloque » édité le 10 avril 2014.

Le quota habituel d'importation des voitures par an varie actuellement entre 45 et 50 milles, mais les immatriculations dépassent de loin ce niveau, puisque le marché parallèle accapare près de 35% (en 2014). En effet les FCR (Franchise Changement de Résidence), qui se vendent pour quelques milliers de dinars, sont utilisés pour des importations anarchiques, Ces voitures alimentent aujourd'hui un commerce parallèle florissant qui constitue un manque à gagner considérable pour les concessionnaires automobiles tunisiens mais aussi pour l'Etat².

Evolution Marché des VL en milliers
(officiel + parallèle)



Afin de maîtriser les pertes (droits et taxes, impôt IS sur les bénéfices des concessionnaires), l'Etat a pris des mesures pour lutter contre le commerce parallèle en limitant progressivement la marge de manœuvre des intermédiaires.

En effet et suite à une nouvelle mesure, le paiement des droits de douane devra se faire désormais par un chèque certifié appartenant au propriétaire de la FCR.

D'autres mesures sont en cours d'étude telles que l'obligation du passage des importations dans le cadre d'une FCR (vendu) par le concessionnaire de la place et éventuellement le paiement en devise des droits de douane.

Aujourd'hui, les concessionnaires soucieux de leur rentabilité et des engagements à honorer avec leurs fournisseurs notamment en matières de taille des commandes, exigent plus que jamais l'ouverture du marché et l'abandon pur et simple du régime des quotas.

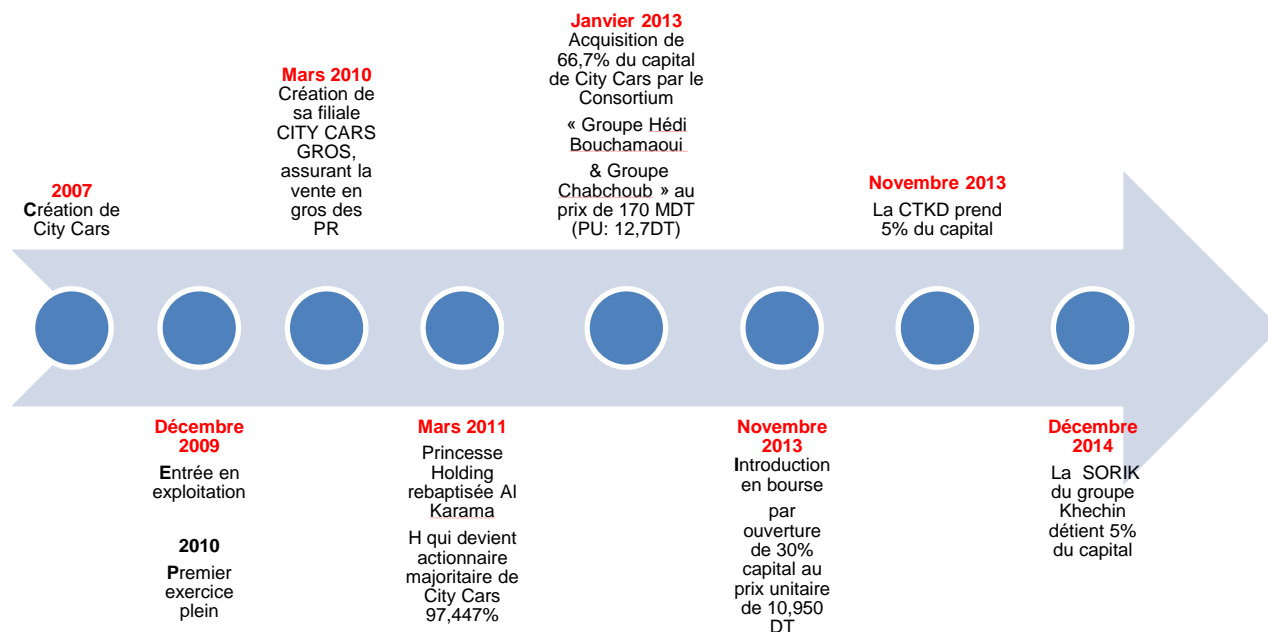
Dans un tel scénario, une logique genèse d'une situation de concurrence de prix entre les concessionnaires, exercera inévitablement une pression sur la marge bénéficiaire des concessionnaires qui sera compensée en partie par un effet volume.

City Cars, étant sur un trend haussier de ses parts de marché, profitera mieux que ses concurrents locaux (marques européennes notamment) pour augmenter ses revenus.

Actuellement, le parc des voitures en Tunisie estimé à 1,8 millions unités s'agrandit, annuellement, à raison de 70 à 80 milles véhicules. Ce flux profite de plus en plus notamment aux marques asiatiques comme KIA du constructeur KIA MOTORS (dont le concessionnaire en Tunisie est City Cars) ou Hyundai du constructeur HYUNDAI MOTOR GROUP société affiliée à KIA MOTORS (dont le concessionnaire en Tunisie est Alpha Hyundai Motor) au détriment des autres marques plus connus en Tunisie comme Renault, Volkswagen et Peugeot.

Présentation de la société City Cars

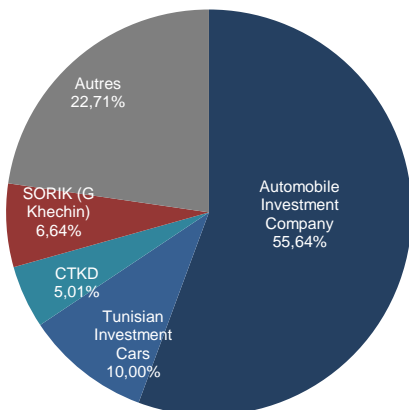
Historique de la société City Cars



Dans l'attente de l'ouverture du marché (suppression des quotas d'importation), City Cars opère actuellement uniquement dans le segment des Véhicules Particuliers 'VP' afin d'orienter toutes ses ventes sur ce segment à plus forte marge.

² L'expertjournal.net : « Importation des voitures entre gros ventres et administration qui bloque » édité le 10 avril 2014.

Structure capital City Cars



Groupe City Cars



Activité de City Cars et Partenariat avec KIA MOTORS

City Cars est l'importateur et le distributeur officiel sur le marché tunisien des véhicules neufs de la marque Kia du constructeur coréen KIA MOTORS CORPORATION (KMC), et ce en vertu d'un contrat de distribution qu'elle a signé en mars 2008 avec Kia Motors et dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

- Territorialité : Tunisie ;
- Absence d'une clause d'exclusivité ;
- City Cars s'oblige à ne distribuer que les produits de marque KIA ;
- Paiement par lettres de crédit confirmées par des banques étrangères ;
- Délai de règlement de 180 jours à partir de la date du connaissance ;
- Le contrat mentionne des contraintes de quantités minimales d'achat.

Actuellement, City Cars propose une gamme assez large de VP, allant de la mini citadine (comme la Picanto) au grand 4x4 SORENTO, en passant par le segment des berlines de luxe (QUORIS et CERATO).

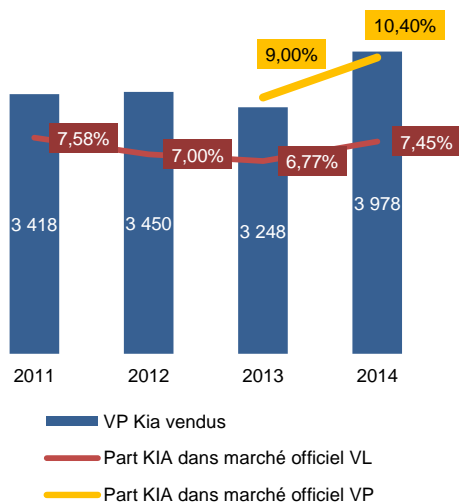
Le groupe City Cars est composé des deux sociétés, City Cars la société mère au capital social de 13,5 MDT et City Cars Gros au capital de 0,5 MDT.

Le groupe a réalisé en 2013 un chiffre d'affaire de 99,3 MDT dont plus de 95% provient de la vente des véhicules neufs.

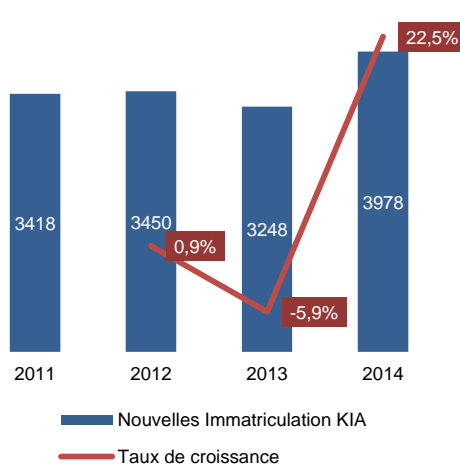
Le chiffre d'affaires de la société mère City Cars a été en 2013 de 96,96 MDT.

Evolutions des ventes de véhicules Kia et part de marché (marché officiel)

Véhicules Kia immatriculés & part de marché



Taux de croissance VP Kia (nouvelles immatriculations)



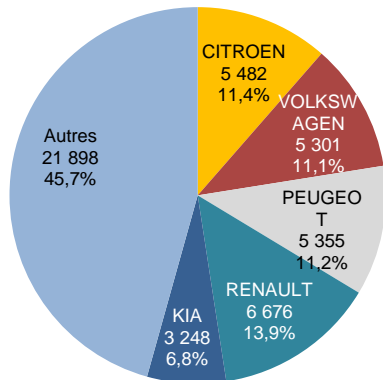
City Cars qui opère actuellement uniquement sur le segment des véhicules particuliers a écoulé en 2014 3978 VP soit une croissance de 22,5% contre une croissance de l'ensemble du marché officiel des VL de 11,3% et de 5,8% du seul segment du marché des VP.

Depuis 2013, la politique d'approvisionnement de City Cars s'est basée sur un meilleur mix-produit avec l'importation de véhicules haut de gamme ayant des prix de vente élevés ce qui a permis de rehausser l'image de marque de KIA en Tunisie.

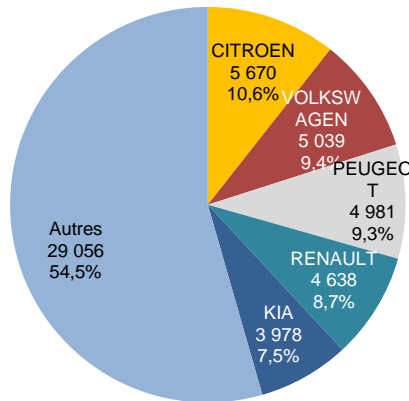
Fin 2014, City Cars a élargit son réseau à 9 points de vente contre 8 en 2013.

Part de marché des principales marques de Véhicules Légers en Tunisie

2013 : Part de marché officiel par marque
VL: VP+VU



2014: Part de marché officiel par marque
VL: VP+VU

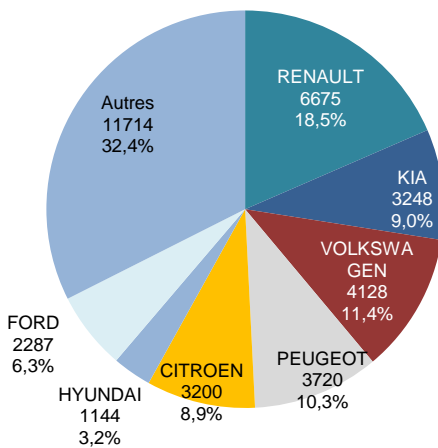


City Cars porte ainsi sa part dans le marché officiel des VL de 6,8% en 2013 à 7,5% en 2014 occupant la 5ème place.

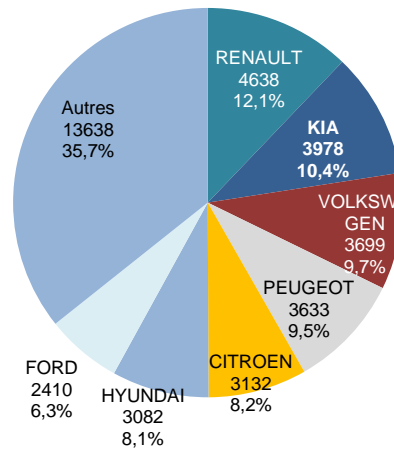
Volkswagen, Peugeot et Renault ont vu leurs ventes baissé entre 2013 et 2014 respectivement de 4,9% ; 7,0% et 30,5% contre la hausse des ventes de VL, en plus de Kia, des marques Hyundai, Toyota, Seat, Mazda, Dacia ainsi que Ford, Citroen et autres.

Part de marché des principales marques en Tunisie sur le seul segment des Véhicules Particuliers

2013 : Part de marché officiel par marque: VP



2014 : Part de marché officiel par marque: VP



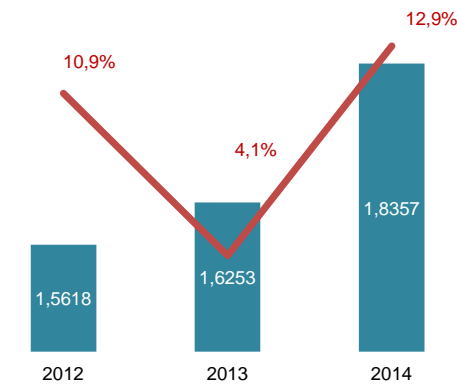
Sur le seul segment des Véhicules Particuliers, Kia détrône Peugeot et Volkswagen et grimpe à la **seconde position avec une part de marché de 10,4%**.

Toujours sur le seul segment des Véhicules Légers, les marques européennes :

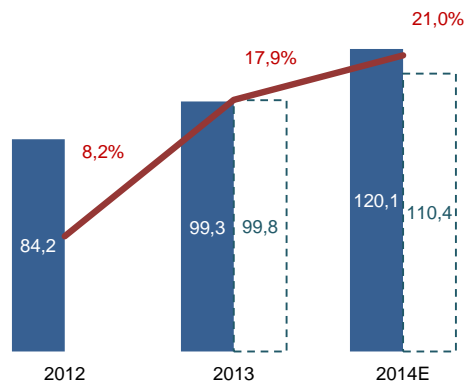
Volkswagen, Peugeot et Renault perdent du terrain au profit d'autres marques : Hyundai, Kia, Toyota, Seat, Mazda, Dacia, Nissan, Audi etc.

Chiffre d'affaires

Parité Dollar/Dinars
Moyenne annuelle



Evolution CA consolidé en MDT



Le Chiffre d'Affaires de la société City Cars a atteint au terme de l'exercice 2014, 116, 853 MDT contre 96,956 MDT en 2013, soit une hausse de 20,52%.

En consolidé, les revenus du groupe pour 2014 sont attendus ³ en hausse de 20% à 120,1 MDT contre un Chiffre d'Affaires consolidé prévu dans le BP d'introduction de 110,4 MDT.

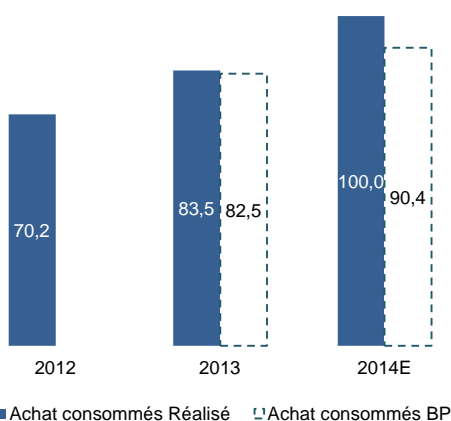
³ Les chiffres relatifs à l'exercice 2014 sont estimés par MENA CAPITAL PARTNERS

Evolution de la marge commerciale

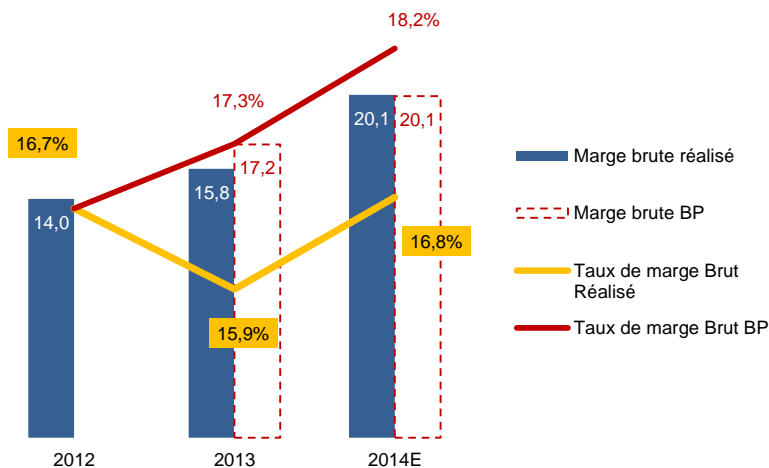
Les prix de vente étant fixés en fonctions des tarifs du constructeur et de la variation du dinar face au dollar. La marge commerciale de City Cars Group serait autour de 16 à 17% en 2014.

Le niveau de marge brut varie en fonction de la capacité de la société à répercuter la variation du dollar sur les prix de vente et la part des Véhicules haut de gamme vendus dans total revenus.

Evolution Achat consommés du groupe en MDT

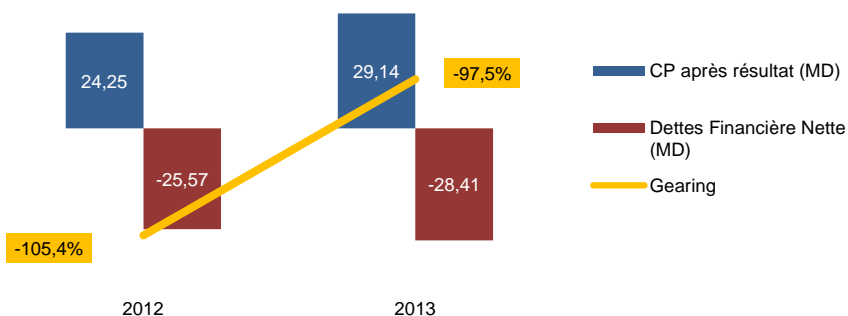


Evolution Marge brute en MDT



Equilibres financiers

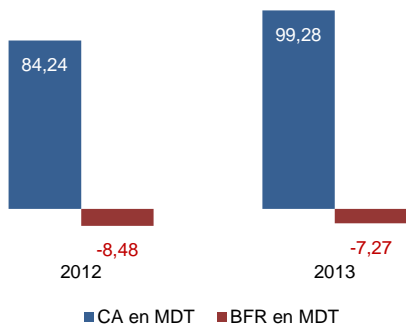
Taux d'endettement (GEARING)



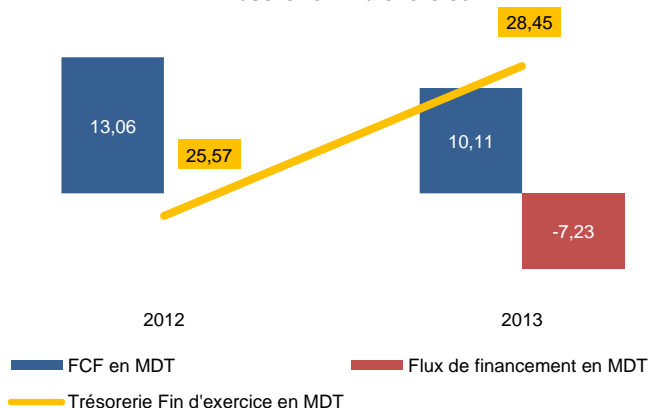
Fin 2013, la Dette Financière Nette du groupe City Cars est négative de 28,4 MDT, le groupe affiche ainsi un Résultat financier positif et un GEARING de -97%.

Le groupe réalise ses ventes au comptant, et règle son fournisseur étranger Kia à 180 jours date de connaissance.

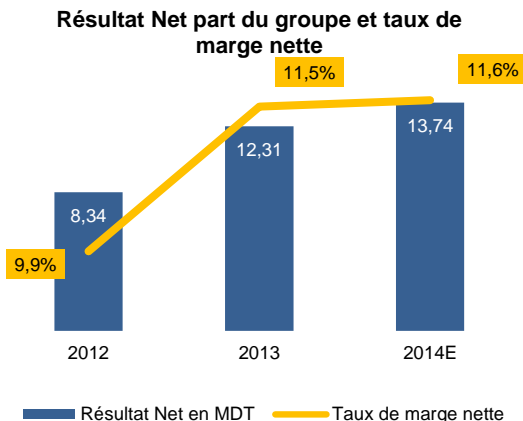
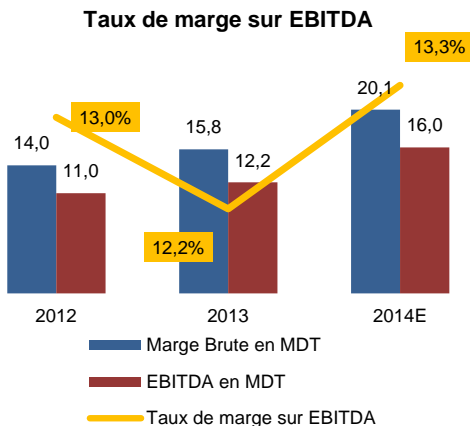
BFR négatif



Trésorerie fin d'exercice



EBITDA et Résultat net part du groupe



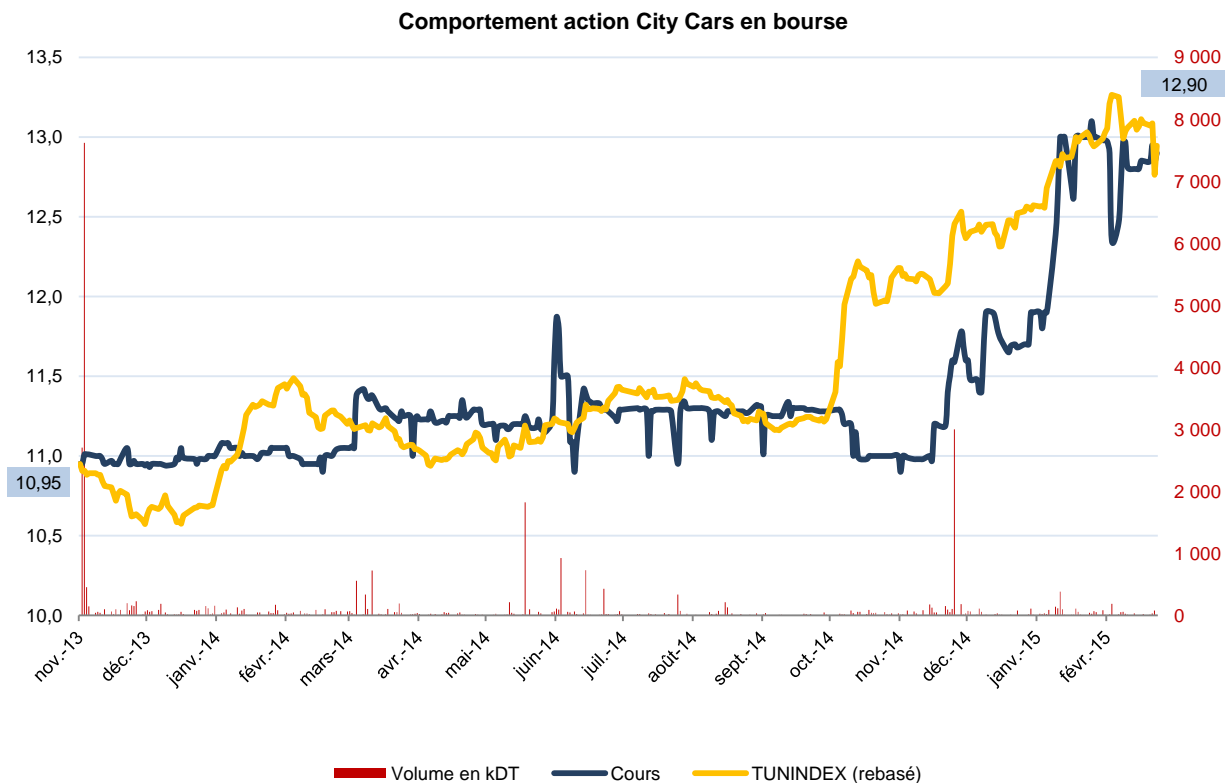
En 2013, le groupe a réalisé un résultat net part du groupe de 12,31 MDT en croissance de 47,6%.

Cette performance est imputée en partie à la croissance des revenus de 17,9% et de la marge brute de 12,5%.

Toutefois le groupe a profité en 2012 et 2013, de reprises sur provisions constatées respectivement de 1,1 et 1,2 MDT sur les véhicules endommagés lors des événements du 14 Janvier 2011 et des reprises sur provisions pour dépréciation des titres de participation respectivement de 1,5 MDT et 2,3 MDT.

Pour l'année 2014, le groupe devrait réaliser un bénéfice part du groupe de 13,74 MDT, soit une progression de 11,6% par rapport à 2013, dépassant ainsi et pour la deuxième année de suite, le résultat net avancé dans le BP d'introduction en bourse prévu à 12,8 MDT.

Comportement du titre en bourse



Moez Hadidane
Asset Manager à MENA CAPITAL PARTNERS