

En MDT	2015	2016	2017	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	198,3	222,6	262,4	259,3	254,1
<i>Variation</i>		12%	18%	-1%	-2%
<i>dont vente de véhicules neufs</i>	174,8	199,6	239,1	230,8	228,7
<i>en % du CA</i>	88%	90%	91%	89%	90%
<i>dont SAV</i>	23,5	23,0	23,3	28,5	25,4
<i>en % du CA</i>	12%	10%	9%	11%	10%
Marge Brute	42,4	43,7	48,3	46,7	45,5
Taux de marge brute	21%	20%	18%	18%	18%
EBITDA	33,9	32,4	39,1	34,4	33,3
<i>Variation</i>	16%	-4%	21%	-12%	-3%
Marge d'EBITDA	17%	15%	15%	13%	13%
Résultat net Part du Groupe	32,5	32,5	35,4	32,9	28,0
<i>Variation</i>		0%	9%	-7%	-15%
Marge Nette	16%	15%	14%	13%	11%

Présentation du secteur d'activité

◆ Le marché des concessionnaires automobiles tunisien compte, théoriquement, 35 intervenants officiels qui importent 45 marques de véhicules légers, dont 10 introduites ces deux dernières années. Ces voitures sont à usage particulier ou utilitaire.

◆ Le taux de pénétration du marché automobile tunisien a atteint en 2015, les 91 véhicules pour 1000 habitants contre 110 pour la Turquie, 140 pour l'Algérie, 200 pour l'Afrique du Sud et 203 pour la Roumanie. Ceci laisse « théoriquement » encore un potentiel de croissance pour le marché national de la distribution automobile, mais en réalité, tel n'est pas le cas puisque le secteur est soumis au régime des quotas. La règle de quotas

consiste à affecter à chaque concessionnaire automobile, chaque année, un nombre de voitures à importer, calculé selon sa capacité historique à écouler son stock et ses performances antérieures.

◆ Cette politique de quotas connaît, cependant, plusieurs tergiversations suite au creusement du déficit de la balance commerciale nationale et à la baisse des réserves en devises. Les concessionnaires officiels ont vu leurs quotas d'importation baisser de 20% en 2018 par rapport à 2017.

◆ La limitation volontaire de l'importation de voitures fait que la demande de véhicules neufs soit structurellement supérieure à l'offre. La croissance affichée dans une telle conjoncture de marché ne reflète donc pas le réel potentiel du marché de l'automobile.

Prix : 6,250 DT

Conserver

Actionnariat

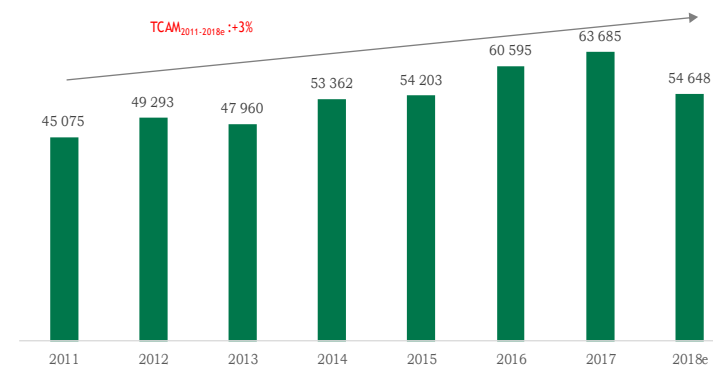
Famille MZABI:	73,2%
Abu Dhabi Fund:	9,3%
Public:	17,5%

Capitalisation boursière: 239 MDT

Ratios boursiers:

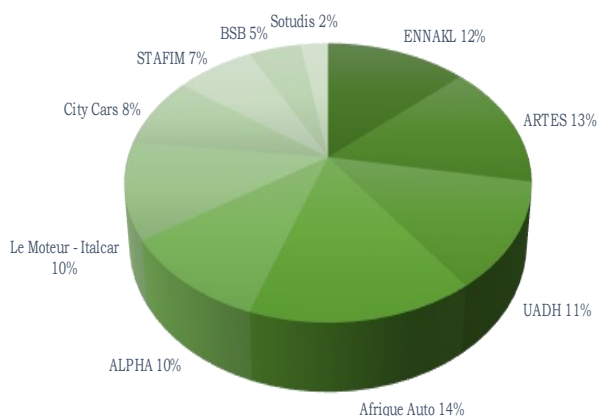
PER _{2018e} :	7,2x
PER _{2019e} :	8,5x
VE/EBITDA _{2018e} :	6,9x
Yield _{2018e} :	8,5%
Performance 2018:	+10,7%
ROE _{2018e} :	22,9%

Evolution des immatriculations des véhicules légers



- ◆ Les marques historiques du marché automobile, en l'occurrence les européennes, ont perdu du terrain face à la percée des marques asiatiques qui ont afflué ces dernières années (KIA, Hyundai, SUZUKI, GREAT WALL, Haval, SsangYong, Mahindra, BAIC). La part des marques automobiles européennes a régressé de 80% en 2013 à 50% en 2017.
- ◆ Sur un autre front, le secteur a connu plusieurs mutations ces 15 dernières années avec des mouvements capitalistiques et des privatisations (CITY CARS, ENNAKL, ALPHA).
- ◆ Quatre groupes de distribution automobile sont cotés en bourse: ARTES, ENNAKL, CITY CARS et UADH.

Part de marché des différents concessionnaires en 2017

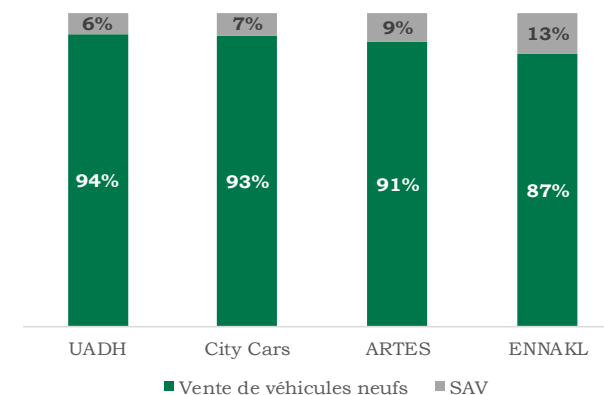


La maîtrise de la balance commerciale constitue le principal déterminant du volume d'importation

Présentation du groupe ARTES

- ◆ Acteur historique dans le secteur de l'importation des véhicules, ARTES est le concessionnaire officiel des marques RENAULT, DACIA, NISSAN et récemment LADA.
- ◆ Le Groupe ARTES avec ses 4 marques, affirme son leadership incontesté sur le marché de l'automobile des véhicules particuliers en s'adjugeant la première place sur le podium pour la troisième année consécutive. Et si ARTES maintient le cap c'est grâce à la stratégie de diversification des produits: le groupe importe une gamme assez complète de véhicules neufs; au total 20 modèles allant des citadines aux familiales en passant par les berlines, les SUV et les utilitaires.
- ◆ Des modèles tels que la « Renault Clio » ou la « Dacia » à prix très compétitifs, ont permis au groupe de dynamiser le bas de sa gamme dans un contexte extrêmement concurrentiel et où on a opéré une hausse des prix des voitures (allant de 5% à 25% en moyenne en 2018).
- ◆ Cela n'a pas empêché ARTES de monter en gamme et d'étoffer ses modèles SUV avec des modèles tels que la « Renault Kadjar » ou la « Nissan QashQai ».
- ◆ En plus de la commercialisation des véhicules, le groupe se distingue par une contribution importante du service après vente et des pièces de rechange dans ses recettes (une moyenne de 11% sur les 6 dernières années), étant donné qu'il possède un des parcs automobile les plus élevés et les plus vieux sur le marché.

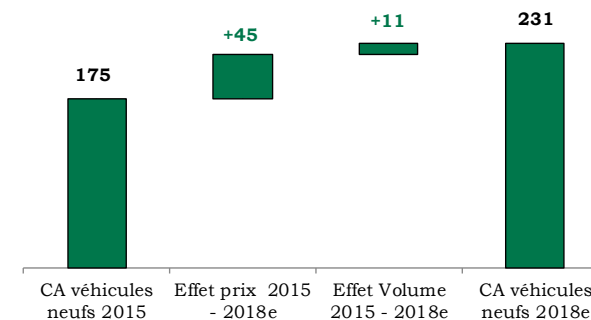
Comparatif des structures de chiffre d'affaires au 31/12/2017



Analyse financière du groupe ARTES

- ◆ Sur la période 2015-2018e, le chiffre d'affaires consolidé du groupe a progressé à un rythme moyen de plus de 9% par an. La concession automobile, reste le moteur de croissance essentiel du groupe, contribuant à hauteur de 89% des revenus. Les ventes de véhicules neufs ont crû en moyenne de 9,7%, profitant principalement d'un effet prix.

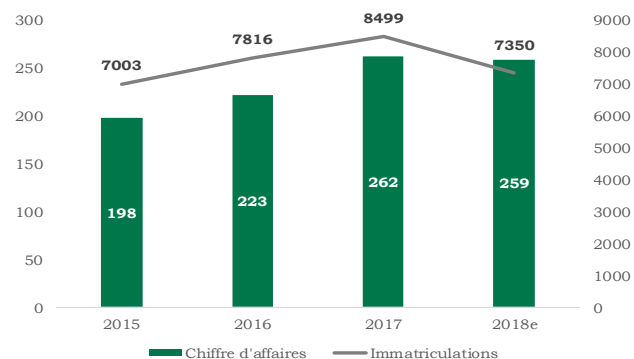
Effet Volume-Prix dans l'évolution des ventes (en MDT)



◆ Bénéficiant de quotas supplémentaires en 2016 et en 2017, ARTES s'est confortablement offert la position de leader sur le marché avec 8499 immatriculations et 14% de part de marché.

◆ Néanmoins, le volume d'importations qui a soutenu la croissance historiquement sera limité en 2018. L'aggravement du déficit commercial et la dépréciation du dinar face aux monnaies étrangères ont drastiquement limité les quotas attribués en 2018.

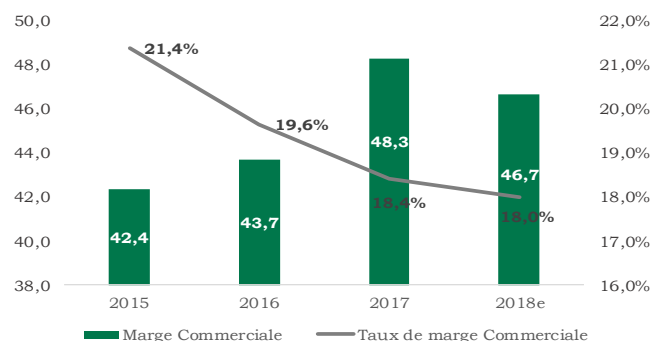
Evolution du chiffre d'affaires en (MDT) et des immatriculations du groupe



◆ Dans un contexte extrêmement concurrentiel (formel et informel), les différents concessionnaires sont contraints de supporter en partie la baisse du dinar voire même de stabiliser les prix (sur certains produits) pour parvenir à augmenter les ventes, qui serviront de base à la détermination des quotas. Cette stratégie a entraîné la dégradation des marges.

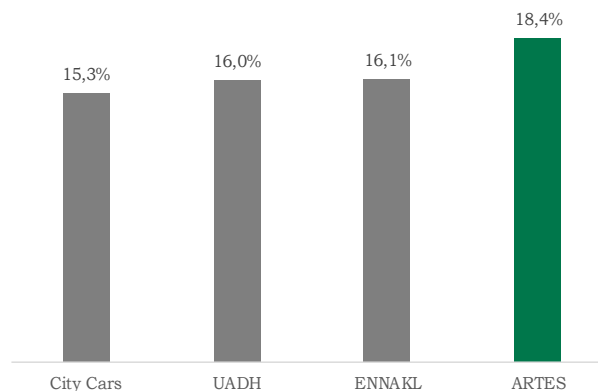
La marge commerciale est victime de la volatilité du taux de change

Evolution de la marge commerciale



◆ Le taux de marge commerciale d'ARTES s'est détérioré de trois points de pourcentage à 18%. Le groupe affiche, nonobstant, la meilleure marge du secteur coté. Ceci est expliqué essentiellement par le mix produits, et en second lieu, par le poids du service après vente dans les recettes du groupe. Il convient de souligner que le SAV est un pôle de rentabilité pour les distributeurs automobiles et compense en partie le déclin des marges générées par l'activité 'vente de véhicules neufs'.

Comparatif des taux de marge commerciale 31/12/217



◆ Sur le plan financier, l'activité de la distribution automobile est structurellement génératrice de cash permettant aux importateurs d'afficher des trésoreries excédentaires. En revanche, la décision des banques de durcir les modalités de financement des importations a contraint les sociétés du secteur à puiser dans leur réserves de trésorerie. Nous prévoyons une régression remarquable au niveau de la trésorerie nette à partir de 2018.

En MDT	2015	2016	2017	2018
Trésorerie nette	137,2	142,1	159,0	138,8
Dette Nette	-142,2	-146,2	-165,3	-152,4
Gearing	-100,4%	-97,8%	-99,1%	-92,8%
ROE	30,0%	24,7%	27,6%	23,4%

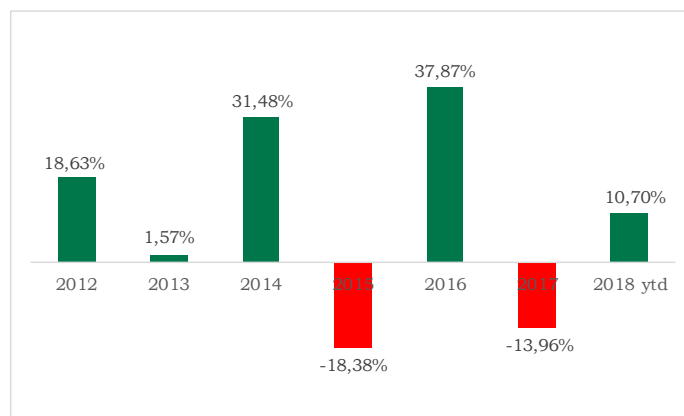
Perspectives de développement et opinion de Tunisie valeurs

◆ En dépit d'une demande structurellement supérieure à l'offre, la persistance des tensions sur la balance commerciale et la forte concurrence limitent sensiblement les perspectives de croissance du secteur automobile.

◆ L'incertitude est toujours de mise, le manque de visibilité sur le programme général d'importation rend la tâche d'élaboration de prévisions difficile. Ajoutée à des conditions de plus en plus restrictives adoptée par les banques pour les crédits à la consommation, les prochains exercices nous semblent difficiles pour l'ensemble du secteur.

- ◆ Pour ARTES, nous tablons sur une légère baisse du chiffre d'affaires de 1% à 259MDT et un résultat net consolidé de 32,9MDT, en retrait de 7% par rapport à 2017.
- ◆ Anticipant la baisse des résultats, le cours de l'action a connu une baisse en 2017 (-13,96%) sans se rattraper après, portant la capitalisation boursière du groupe à près de 238 MDT (soit un PER2018e de 7,2x).
- ◆ Un niveau de valorisation facialement intéressant et nettement inférieur à la médiane du secteur coté (PER 2018e de 13,1x), cependant, nous ne décelons pas des signes de reprise de l'activité pour la société.
- ◆ La force d'ARTES réside dans son matelas de trésorerie confortable (pour le moment) qui dégage un flux récurrent de produits de placements, lui permettant de palier à la volatilité de l'exploitation.
- ◆ Cette assise financière solide justifie, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes qui fait toute l'attractivité du titre (un payout de 66%).
- ◆ **Nous recommandons de conserver le titre.**

Performance de l'action ARTES



	PER 2018e	PER 2019e
City Cars	11,5	12,2
UADH	41,6	29,7
ENNAKL	14,7	16,8
Médiane du secteur coté	13,1	14,5
ARTES	7,2	8,5