Universal Auto Distributors Holding

« UADH »

Prix d'introduction : 6,500D

Nombre d'actions offertes : 12 307 694 actions

Jouissance des actions : 1er Janvier 2014

Capitalisation boursière : 240,2MD

Actionnariat :

	Avant OPF	Après OPF
Loukil Investment Group	100,00%	66,7%
Public	-	8,3%
Placement Privé	-	8,3%
Placement global		16,7%
Total actions	**100%**	**100%**

Ratios boursiers*

	2014p	2015e	2016e
PE*	12,7	16,8	13,5
VE/CA	1,1	0,8	0,7
VE/EBITDA	9,6	9,2	7,6
P/BV	16,9	3,2	2,6
Div Yield	0,0%	0,4%	3,3%

Données par action (D)*

	2014p	2015e	2016e
Bénéfice	0,513	0,386	0,483
Dividende	0,00	0,02	0,21
Actif net	0,385	2,021	2,482

Compte de résultat (MD)

	2014p	2015e	2016e
CA	318,3	356,7	386,1
EBITDA	35,8	31,8	35,8
Résultat net*	19,0	14,3	17,8

Données financières

	2014p	2015e	2016e
Marge nette	6,0%	4,0%	4,6%
ROE	133,3%	19,1%	19,4%
Gearing	711,5%	68,6%	35,6%

**Données en Post money*
***Retraité des éléments non récurrents*

But de l'introduction en bourse :

- Rééquilibrer la structure financière et réduire le niveau d'endettement ;
- Se préparer à d'éventuelles acquisitions stratégiques pour accompagner le développement du groupe.

Eléments clés :

- Appartenance au groupe Loukil opérant dans divers secteurs d'activité : Industrie, BTP, Technologie, Commerce & Services et Promotion immobilière ;
- Leader du secteur automobile pour la carte Citroën, forte notoriété pour la carte Mazda et position concurrentielle très confortable sur les véhicules industriels à travers Renault Trucks ;
- Une structure financière très déséquilibrée avec un endettement lourd affectant la rentabilité du groupe ;
- La restructuration juridique a engendré une plus value de 10MD en 2013 et une moins value de 15,8MD en 2014 ;
- Un programme d'investissement de 16MD sur la filière « Distribution automobiles » axé essentiellement sur l'ouverture de nouvelles agences pour se rapprocher davantage de la clientèle et gagner des parts de marché ;
- Une stratégie de développement très ambitieuse pour la filière « Production de filtres » surtout à travers les synergies avec les sociétés du groupe Loukil ;
- Une valorisation un peu chère par rapport aux concessionnaires cotés.

Nous recommandons de souscrire à l'OPF pour une optique de placement à long terme

Contact : Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 656 299
E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 6 153 847 actions anciennes qui seront cédées par le groupe LOUKIL représentant 16,7% après réalisation de l'augmentation de capital et 6 153 847 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, soit 16,7% après réalisation de l'augmentation de capital. Au total, l'offre porte sur 12 307 694 actions, représentant 33,3% du capital.

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles et anciennes: 6,500D, soit une valeur nominale de 1 dinar et une prime d'émission de 5,500D

Montant de l'opération : 80MD

Période de souscription : du 13/05/2015 au 20/05/2015 inclus

Jouissance des actions : Les actions portent jouissance à partir du 1er janvier 2014

Offre proposée : Les 6 153 847 actions offertes dans le cadre de cette opération seront réparties comme suit :

1- Offre à Prix Ferme

Une Offre à Prix Ferme qui s'effectuera en termes de quotités d'actions composées chacune d'une (1) action nouvelle à souscrire en numéraire et d'une (1) action ancienne, soit un total de 1 538 461 quotités offertes réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre de quotités	Nombre d'actions Anciennes	Nombre d'actions Nouvelles	Montant (en Dinars)
Catégorie A: Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, autres qu'OPCVM, sollicitant au minimum 25 quotités et au maximum 769 quotités (aussi bien pour les investisseurs institutionnels que pour les investisseurs non institutionnels)	45%	692 308	692 308	692 308	9 000 004
Catégorie B : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères, autres qu'OPCVM, sollicitant au minimum 770 quotités et au maximum 19 231 quotités (aussi bien pour les investisseurs institutionnels que pour les investisseurs non institutionnels)	45,2%	384 615	384 615	384 615	4 999 995
Catégorie C : Ordres réservés aux OPCVM tunisiens et étrangers désirant acquérir au minimum 769 quotités et au maximum 84 615 quotités tout en respectant les dispositions légales notamment celles concernant les ratios prudentiels	45,2%	384 615	384 615	384 615	4 999 995
Catégorie D : Personnel du groupe UADH sollicitant au minimum 25 quotités et au maximum 769 quotités.	5%	76 923	76 923	76 923	999 999
Total	**100%**	**1 538 461**	**1 538 461**	**1 538 461**	**19 999 993**

Le mode de satisfaction des demandes d'acquisition se fera de la manière suivante :

Catégorie A : Les demandes d'acquisition seront satisfaites égalitairement par palier jusqu'à épuisement des titres réservés à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

Catégorie B, C et D : Les demandes d'acquisition seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation de chaque catégorie, déterminé par le rapport quantité offerte/quantité demandée et retenue.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté de la manière suivante:

Si le nombre de quotités demandées à la catégorie A est inférieur au nombre de quotités offertes correspondant, le reliquat sera attribué à la catégorie B, puis à la catégorie C, puis à la catégorie D ;

Si le nombre de quotités demandées à la catégorie B est inférieur au nombre de quotités offertes correspondant, le reliquat sera attribué à la catégorie A, puis à la catégorie C, puis à la catégorie D ;

Si le nombre de quotités demandées à la catégorie C est inférieur au nombre de quotités offertes correspondant, le reliquat sera attribué à la catégorie A, puis à la catégorie B, puis à la catégorie D ;

Si le nombre de quotités demandées à la catégorie D est inférieur au nombre de quotités offertes correspondant, le reliquat sera attribué à la catégorie A, puis à la catégorie B, puis à la catégorie C.

Etant précisé que les investisseurs qui auront à souscrire dans le cadre de l'une de ces deux catégories n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre du Placement Global et du Placement Privé.

2- Placement Global

Dans le cadre du Placement Global, 3 076 924 quotités soit 6 153 848 actions représentant 16,7% du capital de la société après augmentation seront offertes à des investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum pour un montant de 250 003 dinars.

Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente. Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres,
- Après information préalable du CMF,
- Et en respectant la règlementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage, ci-dessus fixées, préalablement au vendeur et ce, pour la période restante.

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 19 231 quotités correspondant à 38 462 actions soit l'équivalent à un montant minimum de 250 003D, et un maximum de 923 846 quotités correspondant à 1 847 692 actions soit l'équivalent à un montant de 12 009 998D.

En outre, les demandes d'acquisition par les OPCVM ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée, précédant la date de la demande d'acquisition.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et du Placement Privé et inversement.

Les demandes d'acquisition seront centralisées auprès d'un syndicat de placement composé par les intermédiaires en Bourse Attijari Intermédiation et MAC SA et dirigé par Attijari Intermédiation désigné comme étant établissement chef de file.

3- Placement Privé

Dans le cadre du Placement Global, 1 538 462 quotités soit 3 076 924 actions représentant 8,3% du capital de la société après augmentation seront offertes à des investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum pour un montant de 250.003 dinars.

Les donneurs d'ordre dans le cadre de ce placement s'engagent à ne céder aucun titre en Bourse pendant les 6 mois qui suivent la date de la première cotation en Bourse, puis à l'issue de cette période et pendant les 6 mois suivants, 50% des titres seront libres à la vente. Néanmoins, il est possible de céder les titres sur le marché de Blocs dans les conditions suivantes :

- Quel que soit le porteur des titres,
- Après information préalable du CMF,
- Et en respectant la règlementation en vigueur régissant les blocs de titres.

En cas de cession, l'acquéreur s'engage à respecter les conditions de blocage, ci-dessus fixées, préalablement au vendeur et ce, pour la période restante.

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre de quotités qui ne peut être inférieur à 19 231 quotités correspondant à 19 231 actions nouvelles et à 19 231 actions anciennes, soit l'équivalent d'un montant minimum de 250 003D ni supérieur à :

- 92 384 quotités correspondant à 92 384 actions nouvelles et à 92 384 actions anciennes pour les non institutionnels, soit au plus 0,5% du capital social après augmentation du capital, soit l'équivalent d'un montant maximum de 1 200 998D ;

- 923 846 quotités correspondant à 923 846 actions nouvelles et à 923 846 actions anciennes pour les institutionnels tels que définis par l'article 39 alinéa 3 du Règlement Général de la Bourse, soit au plus 5% du capital social après augmentation du capital, soit l'équivalent d'un montant maximum de 12 009 998D.

Les investisseurs dans le cadre du Placement Global n'auront pas le droit de donner des ordres dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et du Placement Privé et inversement.

Contrat de liquidité :

Un contrat de liquidité pour une période de 12 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de la société UADH, a été établi entre la société Attijari Intermédiation, intermédiaire en Bourse, et la société LOUKIL Investment Group portant sur un montant de 15MD et 769 230 actions.

La société Universal Auto Distributors Holding « UADH » a été créée en juillet 2013 avec un capital initial de 400mD et ce dans le cadre de la restructuration juridique du groupe Loukil. La société UADH est la holding du groupe LOUKIL en matière de distribution automobile en Tunisie à travers ses filiales AURES Auto, Aures Gros, ECONOMIC Auto et Mazda Détail.

En 2013, le pôle automobile a racheté la société GIF Filter lui permettant de développer :

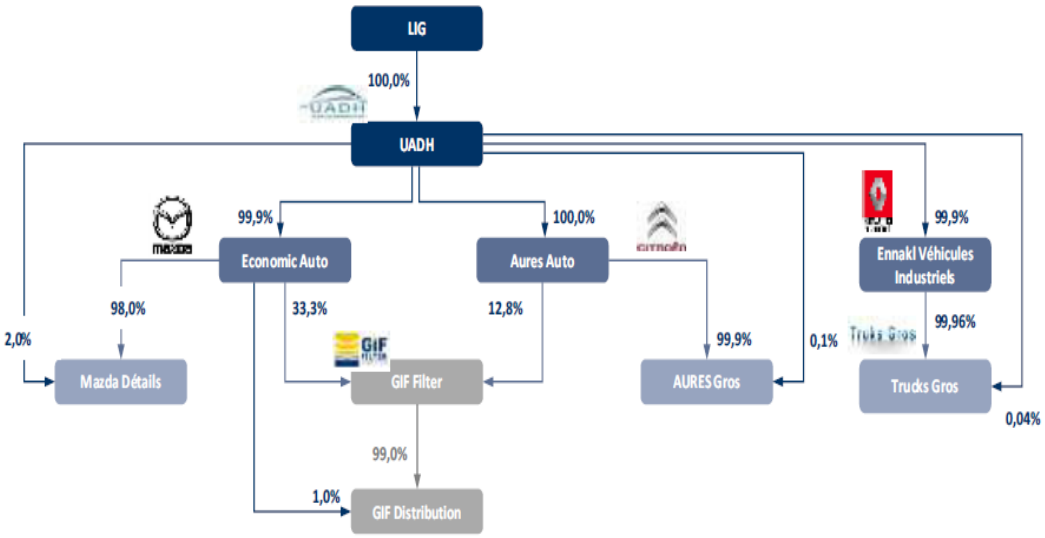
- Une activité industrielle de composants automobiles : industrie à fort potentiel de croissance ;
- Des synergies métiers avec les constructeurs partenaires aussi bien en terme d'échanges commerciaux que d'investissements entrepris en partenariat.

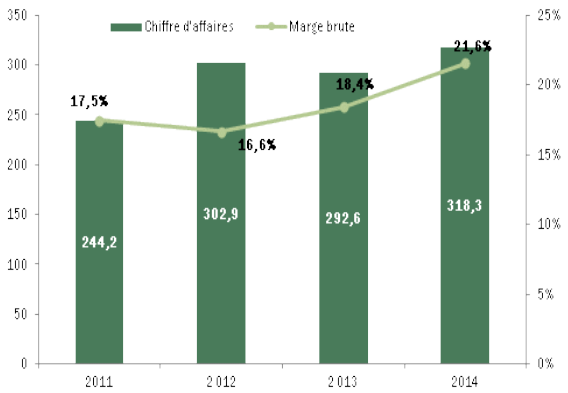
En 2015, le groupe a racheté la participation de l'Etat Tunisien dans le capital d'Ennakl Véhicules Industriels (devenue Loukil Véhicules Industriels). Cette acquisition permettra au groupe de se positionner sur l'ensemble des segments de la distribution automobile, à savoir la distribution des véhicules légers et la distribution des véhicules industriels.

Ainsi, le groupe UADH se présente comme un opérateur automobile intégré développant une activité de distribution automobile en Tunisie de véhicules légers des marques Citroën et Mazda et de véhicules industriels de la marque Renault Trucks, mais également une activité industrielle de production et commercialisation de filtres automobiles sous la marque GIF Filter.

Au niveau de la distribution de véhicules légers, le groupe accapare une part de marché de 13,3% et se classe en deuxième position tout juste après le groupe Ennakl Automobiles (concessionnaire des marques Volkswagen, Seat, Audi et Porsche) avec 14,2%. Quant que segment de véhicules lourds, UADH se place à la 4ème place avec 5,8% de part de marché.

L'architecture du groupe UADH se présente comme suit :





En 2014, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 318,3MD en progression de 8,8% par rapport à 2013 avec un taux de croissance annuel moyen de 9,8% sur les quatre dernières années. L'essentiel des revenus provient de la distribution de véhicules légers avec 82% et le reste est réparti entre la distribution de véhicules industriels (14%) et la production de filtres (4%). La marge brute ne cesse de s'améliorer d'une année à une autre pour s'établir à fin 2014 à 21,6%.

Cependant la structure financière du groupe se caractérise par un endettement assez lourd (gearing de 711% !!!) engendrant des charges financières assez importantes représentant plus de la moitié de l'EBIT en 2014. L'actuelle augmentation de capital permettra de réduire le niveau de la dette (Gearing de 69% en 2015) et améliorer la rentabilité du groupe.

La restructuration financière et juridique du groupe LOUKIL entamée en 2013 a permis de dégager une moins value exceptionnelle de 15,8MD suite à la cession de diverses particiations. Retraité de cet élément non récurrent, le groupe UADH a affiché en 2014 un résultat net de 19MD.

1- Distribution de la marque CITROËN : Groupe Aures Auto

Créée en 1997, la société AURES Auto est l'importateur et le distributeur officiel en Tunisie des véhicules neufs sous la marque Citroën dont elle assure également le service après vente. En 2006, le groupe Loukil a racheté la société STAC et a changé sa dénomination sociale. Depuis cette date, la marque Citroën a connu une ascension significative pour atteindre une part de marché de 10,6% en 2014 contre 3,7% seulement en 2005 et devenir ainsi leader du marché suivie de près par la marque Volkswagen (avec 9,4%) et Peugeot (avec 9,3%).
En 2007 et afin de se conformer à la législation tunisienne en vigueur en matière de distribution automobile, la société AURES Auto a créé la société AURES Gros pour assurer l'importation et la distribution en gros de pièces de rechange pour la marque Citroën.
En 2014, le groupe a affiché un chiffre d'affaires de 187,3MD en progression de 5% par rapport à 2013. La marge brute s'élève à 18,6% et le groupe a clôturé l'année avec un bénéfice net de 3,6MD sachant qu'une perte exceptionnelle de 6,7MD a été enregistrée résultant de la restructuration juridique du groupe. Retraitée de cet élément non récurrent, le bénéfice net serait de 10,3MD. En dépit d'une amélioration d'une année à une autre, le groupe AURES Auto souffre encore d'un endettement assez lourd pénalisant la rentabilité du groupe.
Pour les prochaines années, le groupe compte élargir son réseau de distribution avec l'ouverture de nouvelles agences à travers une enveloppe d'investissement de 4,5MD qui lui permettra d'améliorer sa part de marché à 11,1% d'ici 2019.
Le chiffre d'affaires du groupe connaîtra une évolution moyenne de 6% pour s'établir à 251MD en 2019 et le bénéfice sera multiplié par 4 à 14MD à l'horizon du plan. Pour l'année 2015, il est prévu un chiffre d'affaires de 200MD (+6,8%) et un bénéfice net de 9,2MD, soit plus que le double de 2014 suite à l'allégement de la dette financière.

(mD)	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019	TCAM
Nombre de véhicules vendus	5 667	5 671	5 800	5 963	6 127	6 290	6 453	
Taux de croissance		*0,1%*	*2,3%*	*2,8%*	*2,8%*	*2,7%*	*2,6%*	*2,6%*
Chiffre d'affaires	178 324	187 322	200 125	212 027	224 480	237 492	251 069	
Taux de croissance		*5,0%*	*6,8%*	*5,9%*	*5,9%*	*5,8%*	*5,7%*	*6,0%*
Taux de marge Brute	16,3%	18,6%	16,7%	16,7%	16,7%	16,8%	16,8%	
EBITDA	17 388	20 516	18 789	20 022	21 311	22 548	23 827	
Taux de croissance		*18,0%*	*-8,4%*	*6,6%*	*6,4%*	*5,8%*	*5,7%*	*3,2%*
Marge d'EBITDA	9,8%	11,0%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	
Résultat net	-955	3 578	9 150	10 331	11 638	12 912	14 000	
Taux de croissance		*ns*	*155,7%*	*12,9%*	*12,7%*	*10,9%*	*8,4%*	*40,1%*
Marge nette	-0,5%	1,9%	4,6%	4,9%	5,2%	5,4%	5,6%	
ROE	ns	35,3%	55,5%	48,7%	44,7%	41,5%	38,5%	
Gearing	ns	537,4%	258,2%	138,8%	64,8%	14,1%	-23,0%	

2- Distribution de la marque MAZDA : Groupe ECONOMIC Auto

La société ECONOMIC Auto a été créée en 1987 par le groupe Loukil avec un capital initial de 200mD ayant pour objet l'importation et la distribution des véhicules sous la marque MAZDA. En 2009, le groupe a procédé à la création de MAZDA Détails dédiée à la vente de pièces de rechange sous la même marque.
Pour se rapprocher davantage des clients, la société a adopté une stratégie de développement et d'extension de son réseau d'agences (14 points de vente répartis sur l'ensemble du territoire) ce qui lui a permis d'accaparer une part de marché de 2,7%.
Avec 1444 véhicules vendus en 2014, le groupe a affiché un chiffre d'affaires de 72,3MD, soit +32% par rapport à 2013 : une performance qui se justifie par le repositionnement stratégique de la marque sur les segments à forte valeur ajoutée. La marge brute s'est appréciée de 8 points à 27%. Le groupe a clôturé l'année avec un déficit de 1,5MD impacté par une moins value sur cession de titres de 9,1MD suite à la restructuration juridique du groupe. Retraité de cette perte exceptionnelle, le résultat du groupe serait bénéficiaire de 7,5MD en régression de 11,1% par rapport à 2013. Le groupe présente une structure financière assez équilibrée et une trésorerie largement excédentaire.
Pour la période prévisionnelle, la stratégie de développement du groupe est axée à l'amélioration de la part de marché qui passera à 3,3% d'ici 2019 ainsi l'ouverture d'une nouvelle agence portant ainsi le nombre de points de vente à 15 à fin 2015. Une enveloppe d'investissement de 10MD sera réservée dans ce sens.

Compte tenu des objectifs stratégique, le chiffre d'affaires du groupe affichera un taux de croissance annuel moyen de 10% pour s'établir à 116MD à l'horizon de 2019. La marge nette se stabilisera aux alentours de 5% tout au long de la période du plan. Pour 2015, le chiffre d'affaires s'élèvera à 81,4MD en progression de 12,5% par rapport à 2014 et le bénéfice net sera aux alentours de 3,6MD contre un déficit de 1,5MD en 2014 (pénalisé essentiellement par une perte exceptionnelle de 9,1MD suite à la cession de titres liée à la restructuration du groupe).

(mD)	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019	TCAM
Nombre de véhicules vendus	971	1 444	1 528	1 644	1 752	1 836	1 924	
Taux de croissance		*48,7%*	*5,8%*	*7,6%*	*6,6%*	*4,8%*	*4,8%*	*5,9%*
Chiffre d'affaires	54 793	72 336	81 376	90 258	99 369	107 263	115 784	
Taux de croissance		*32,0%*	*12,5%*	*10,9%*	*10,1%*	*7,9%*	*7,9%*	*9,9%*
Taux de marge Brute	19,0%	27,0%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	
EBITDA	3 411	11 751	7 874	8 827	9 925	10 792	11 733	
Taux de croissance		*244,5%*	*-33,0%*	*12,1%*	*12,4%*	*8,7%*	*8,7%*	*1,8%*
Marge d'EBITDA	6,2%	16,2%	9,7%	9,8%	10,0%	10,1%	10,1%	
Résultat net	8 484	-1 519	3 643	4 569	4 989	5 386	6 274	
Taux de croissance		*ns*	*ns*	*25,4%*	*9,2%*	*8,0%*	*16,5%*	*14,8%*
Marge nette	15,5%	-2,1%	4,5%	5,1%	5,0%	5,0%	5,4%	
ROE	30,9%	-5,9%	12,7%	15,0%	15,7%	16,3%	17,9%	
Gearing	115,5%	5,6%	1,9%	12,9%	-0,9%	-17,2%	-33,1%	

3- Distribution de véhicules industriels sous la marque Renault Trucks: Groupe LVI

La société EVI (devenue LVI : Loukil Véhicules Industriels) a été créée en 2005 par la société Ennak l Automobiles pour assurer l'importation et la distribution officielle des marques Renault Trucks et TCM en Tunisie. En 2007 et afin de se conformer à la réglementation en vigueur, la société EVI a créé Trucks Gros spécialisée dans la vente de pièces de rechange des mêmes marques. En 2010 et préalablement à l'introduction en bourse de la société Ennakl Automobiles, la société EVI a été cédée au groupe Princesse Holding qui à la suite de la révolution, elle a été confisquée par l'Etat Tunisien. En janvier 2015, le groupe Loukil a acquis la totalité de la participation publique pour un montant de 43MD.

En 2014, la marque Renault Trucks accapare une part de marché de 8,5% avec 194 véhicules commercialisés. Le groupe a réalisé un volume d'affaires de 47,7MD avec un repli de 5,6% suite à la baisse du nombre de véhicules vendus. Le résultat net s'élève à 1,3MD avec une marge nette de 2,7%. Le groupe présente une structure financière saine avec un capacité d'endettement quasiment vierge.

Pour les prochaines années, le groupe envisage de consolider sa part de marché à 13,6% d'ici 2019 à travers l'élargissement du réseau de distribution et l'ouverture de nouvelles succursales ainsi que l'amélioration du service après vente. Le chiffre d'affaires prévisionnel connaîtra un taux de croissance annuel moyen de 13,7% pour s'établir à 89,3MD d'ici 2019. Avec une meilleure optimisation des charges et l'amélioration des marges, le bénéfice net quant à lui évoluera en moyenne de 36% annuellement.

Concernant l'année en cours, le groupe devra réaliser des revenus de l'ordre de 62,5MD avec une croissance de 31% par rapport à 2014 et un bénéfice net de 1,7MD (+33,4%).

(mD)	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019	TCAM
Nombre de véhicules vendus	261	236	335	389	419	438	463	
Taux de croissance		*-9,6%*	*41,9%*	*16,1%*	*7,7%*	*4,5%*	*5,7%*	*15,2%*
Revenus	50 511	47 684	62 458	69 857	77 010	82 916	89 298	
Taux de croissance		*-5,6%*	*31,0%*	*11,8%*	*10,2%*	*7,7%*	*7,7%*	*13,7%*
Taux de marge Brute	18,9%	16,8%	15,4%	16,9%	17,9%	18,8%	18,7%	
EBITDA	5 212	3 669	4 318	6 077	7 654	8 976	9 596	
Taux de croissance		*-29,6%*	*17,7%*	*40,7%*	*26,0%*	*17,3%*	*6,9%*	*21,7%*
Marge d'EBITDA	10,3%	7,7%	6,9%	8,7%	9,9%	10,8%	10,7%	
Résultat net	1 902	1 304	1 746	3 032	4 282	5 286	5 677	
Taux de croissance		*ns*	*33,9%*	*73,7%*	*41,2%*	*23,4%*	*7,4%*	*35,9%*
Marge nette	3,8%	2,7%	2,8%	4,3%	5,6%	6,4%	6,4%	
ROE	12,6%	6,6%	8,1%	12,8%	16,5%	18,6%	18,6%	
Gearing	1,2%	10,4%	2,5%	-25,8%	-49,6%	-65,6%	-67,2%	

4- Production et commercialisation de filtres : Groupe GIF Filtres

Créée en 1980 par M. Hmida JERBI , la société GIF Filter opère dans la fabrication de filtres à huiles, à carburant et à air destinés aux véhicules (légers, poids lourds et engins de travaux publics). En 1995, elle a créée GIF Distribution pour assurer la commercialisation des filtres sous la marque GIF Filter. En 2005, elle a été introduite à la cote de la bourse et en 2010, elle a été rachetée par le groupe MZABI. En 2013, elle a été rachetée encore une fois par le groupe Loukil.

Durant les dernières années, le chiffre d'affaires n'a cessé d'évoluer avec une performance de +15,8% en 2014 (date d'entrée du groupe Loukil). Plus de 80% des revenus sont réalisés sur le marché local et le reste à l'export. le groupe affiche un taux de marge brute de 52% et un bénéfice net 600mD, soit une marge de 4,8%. Le groupe présente une structure financière très saine avec un endettement quasiment nul lui permettant de financer ses investissements futurs.

Pour les prochaines années, UADH compte bénéficier le groupe GIF Filter de son réseau de distribution sur l'ensemble du territoire afin de booster son chiffre d'affaires local. De plus, UADH est entré en négociation avec ses deux partenaires stratégiques PSA-Peugeot-Citroën et Mazda Motors Corporation pour la vente de filtres de la marque GIF Filter en tant que pièce de rechange. Les négociations avec le premier partenaire ont finalement abouti et la société GIF Filter est désormais fournisseur agrée par PSA-Peugeot-Citroën. Ceci aura un impact supplémentaire sur le chiffre d'affaires destiné à l'export de 2MD en 2015 et 5MD en 2016. Le groupe GIF Filter devra bénéficier de l'expérience des filiales du groupe sur les marchés africains pour augmenter davantage ses revenus à l'export.

Sur un autre plan, une enveloppe d'investissement de 7MD sur les 5 prochaines années sera allouée à l'acquisition de matériel industriel afin de renforcer la capacité de production de filtres et subvenir à la demande additionnelle.

Le chiffre d'affaires prévisionnel devrait croître de 9,5% annuellement pour s'établir à 19,5MD en 2019 contre 12,4MD en 2014. Côté bottom line, le groupe devrait afficher un bénéfice net de 1,2MD au terme du plan.

(mD)	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019	TCAM
Chiffre d'affaires	10 697	12 385	13 717	14 998	16 418	17 919	19 472	
Taux de croissance		***15,8%***	***10,8%***	***9,3%***	***9,5%***	***9,1%***	***8,7%***	***9,5%***
Local	*9 215*	*10 474*	*11 328*	*12 251*	*13 249*	*14 329*	*15 497*	
Taux de croissance		***13,7%***	***8,2%***	***8,1%***	***8,1%***	***8,2%***	***8,2%***	***8,2%***
Export	*1 482*	*1 911*	*2 389*	*2 747*	*3 169*	*3 590*	*3 975*	
Taux de croissance		***28,9%***	***25,0%***	***15,0%***	***15,4%***	***13,3%***	***10,7%***	***15,9%***
Taux de marge Brute	53,6%	51,9%	53,0%	52,9%	52,8%	52,6%	52,6%	
EBITDA	1 466	1 161	1 669	1 959	2 353	2 668	2 952	
Taux de croissance		***-20,8%***	***43,8%***	***17,4%***	***20,1%***	***13,4%***	***10,6%***	***21,1%***
Marge d'EBITDA	13,7%	9,4%	12,2%	13,1%	14,3%	14,9%	15,2%	
Résultat net	488	600	824	829	924	1 016	1 196	
Taux de croissance		***ns***	***37,3%***	***0,6%***	***11,5%***	***10,0%***	***17,7%***	***15,4%***
Marge nette	4,6%	4,8%	6,0%	5,5%	5,6%	5,7%	6,1%	
ROE	3,0%	3,8%	5,2%	5,2%	5,7%	5,9%	6,8%	
Gearing	-32,0%	-21,8%	-8,5%	-1,6%	2,8%	2,2%	-0,5%	

Compte d'Exploitation

en kDT	2011	2012	2013 retraité	2014 (prov)	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	TCAM 2015-2019
Chiffre d'affaires	244 195	302 859	292 544	318 276	356 713	386 052	416 106	444 429	474 411	
Autres produits d'exploitation	754	885	737	512	537	508	519	547	577	
Production immobilisée	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Transfert de charges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Total des produits d'exploitation	**244 950**	**303 745**	**293 281**	**318 788**	**357 250**	**386 560**	**416 625**	**444 976**	**474 988**	
Taux de croissance		***24,0%***	***-3,4%***	***8,7%***	***12,1%***	***8,2%***	***7,8%***	***6,8%***	***6,7%***	***8,3%***
Achats consommés	202 125	253 179	239 232	250 610	290 612	313 281	336 637	358 511	382 419	
Charges de personnel	12 269	14 484	16 589	18 654	20 353	22 080	23 778	25 607	27 568	
Autres charges d'exploitation	9 788	11 737	11 952	13 774	14 493	15 352	16 130	17 102	18 183	
EBITDA	**20 768**	**24 344**	**25 508**	**35 750**	**31 792**	**35 847**	**40 080**	**43 756**	**46 818**	
Taux de croissance		***17,2%***	***4,8%***	***40,2%***	***-11,1%***	***12,8%***	***11,8%***	***9,2%***	***7,0%***	***5,9%***
Dotations aux amortissements et aux provisions	7 877	7 620	13 381	5 571	7 408	8 021	8 519	8 830	9 122	
EBIT	**12 891**	**16 724**	**12 127**	**30 179**	**24 384**	**27 826**	**31 561**	**34 926**	**37 696**	
Taux de croissance		***29,7%***	***-27,5%***	***148,9%***	***-19,2%***	***14,1%***	***13,4%***	***10,7%***	***7,9%***	***5,4%***
Charges financières nettes	9 778	7 566	13 116	15 592	7 241	4 535	3 874	3 076	3 230	
Produits de placements	2 013	938	11 848	579	820	1 011	1 158	1 230	1 914	
Autres gains ordinaires	343	645	628	402	14	14	14	14	14	
Autres pertes ordinaires	5 439	2 207	1 304	9 961	1 342	0	0	0	0	
Résultat des activités courantes avant impôt	**31**	**8 534**	**10 183**	**5 607**	**16 635**	**24 316**	**28 859**	**33 094**	**36 394**	
Impôt exigible	2 074	2 276	3 775	2 152	3 834	6 027	7 109	8 090	8 831	
Impôt différé	-4 292	1 462	820	0	0	0	0	0	0	
Résultat net de l'ensemble consolidé	**2 248**	**4 796**	**5 588**	**3 455**	**12 801**	**18 289**	**21 750**	**25 004**	**27 563**	
Taux de croissance		***113,3%***	***16,5%***	***-38,2%***	***270,5%***	***42,9%***	***18,9%***	***15,0%***	***10,2%***	***71,5%***
Résultat des minoritaires	523	524	262	323	448	451	503	553	650	651
Résultat de l'exercice Groupe	1 726	4 272	5 326	3 132	12 353	17 838	21 247	24 451	26 913	-651
Résultat net de l'ensemble consolidé	**2 248**	**4 796**	**5 588**	**3 455**	**12 801**	**18 289**	**21 750**	**25 004**	**27 563**	**0**
Résultat exceptionnel			9 966	-15 838	-1 927					
Résultat net du groupe retraité	**1 726**	**4 272**	**-4 640**	**18 970**	**14 280**	**17 838**	**21 247**	**24 451**	**26 913**	**8,9%**

Contact : Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 656 299
E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Ratios Financiers

(mD)	2011	2012	2013 retraité	2014 (prov)	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Marge brute	17,5%	16,6%	18,4%	21,4%	18,7%	19,0%	19,2%	19,4%	19,5%
Marge d'EBITDA	8,5%	8,0%	8,7%	11,2%	8,9%	9,3%	9,6%	9,8%	9,9%
Marge d'exploitation	5,3%	5,5%	4,1%	9,5%	6,8%	7,2%	7,6%	7,8%	7,9%
Marge nette	0,9%	1,6%	1,9%	1,1%	3,6%	4,7%	5,2%	5,6%	5,8%
ROE	12,3%	25,3%	23,9%	24,3%	17,1%	19,9%	20,7%	21,0%	20,6%
Gearing	267,7%	481,6%	430,0%	711,4%	68,6%	35,6%	9,2%	-14,3%	-33,1%

Structure financière

(mD)	2011	2012	2013 retraité	2014 (prov)	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
FR	-58 770	-58 863	-44 602	-28 049	29 323	36 821	44 474	56 816	72 145
BFR	-35 064	11 926	17 385	-19 065	29 112	23 141	13 202	4 337	-1 018
TN	-23 705	-70 789	-61 987	-8 984	211	13 680	31 272	52 479	73 163

Pour 2015, le groupe UADH affichera un chiffre d'affaires de 356,7MD en progression de 12,1% par rapport à 2014 : un niveau que nous jugeons assez accessible au vu des réalisations du groupe durant le premier trimestre de 2015 (+10,3%). Le résultat net serait aux alentours de 12,8MD.

L'actuelle augmentation de capital permettra de rééquilibrer la structure financière, l'endettement net passera de 101MD en 2014 à 51,3MD en 2015, soit un gearing de 68,6%.

Pour les prochaines années, le chiffre d'affaires connaîtra une évolution moyenne de 8,3% pour s'établir à 475MD d'ici 2019. Quant bénéfice net retraité, il affichera un taux de croissance annuel moyen de 9% pour s'élever à 27MD en 2019 contre 19MD en 2014.

L'évaluation de la société UADH a été réalisée par ATTIJARI Finances Tunisie sur la base du business plan pour une période allant de 2014 à 2018.

L'évaluateur a utilisé 5 méthodes en totalité :
- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF) ;
- La méthode de Good Will ;
- La méthode des comparables boursiers.
- La méthode de "La valeur de transaction"
- La valeur de marché moyenne sur 6 mois.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :
- Un taux sans risque de 6,543% ;
- Une prime de risque du marché des actions de 7,8% ;
- Un béta désendetté de 0,807.

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 2%.

La synthèse des trois méthodes est présentée dans le tableau suivant :

Société	Méthode	Pondération	Valeur		Groupe UADH
Aures Auto	DCF	50%	118,03		
	Multiples	25%	117,51		
	Good Will	25%	89,05		
Valeur Pondérée			**110,7**	**100%**	**110,7**
ECONOMIC Auto	DCF	50%	80,4		
	Multiples	25%	106,5		
	Good Will	25%	67,1		
Valeur Pondérée			**83,5**	**100%**	**83,5**
Groupe EVI	Prix de transaction (Etat Tunisien ==> LIG)	100%	43,01		
Valeur			**43**	**100%**	**43**
GIF Filter	Cours moyen du titre/6mois "20/08/2014-20/02/2015"	100%	33,55		
Valeur	**Taux de participation**	**46,09%**	**34,5**	**46%**	**15,5**
Valeur des participations					**252,7**
Dette nette					**28,6**
Valeur des Fonds propres					**224,1**
Valeur par action					**7,276**

La moyenne des méthodes fait ressortir une capitalisation de 224,11MD soit une valeur par action de 7,276 dinars, offrant ainsi une décote de 10,7% par rapport au prix d'émission.

Il est à noter que l'évaluateur n'a pas retranché le montant de l'augmentation de capital de 40MD au niveau de la valeur des fonds propres. Retraité, la valeur des fonds serait de 184,1MD, soit un prix par action de 5,977D affichant ainsi une surcote par rapport au prix d'émission de 8%.

Avec un prix d'introduction de 6,500D (1D de nominal et 5,500D de prime), le titre est valorisé à 16,8 fois les bénéfices estimés pour 2015 et 13,5 fois ceux projetés pour 2016 : une valorisation que nous jugeons un peu chère par rapport à ses pairs cotés (10,1x pour ARTES, 13,1x pour Ennakl Automobiles et 14,2 pour City Cars).

Nous recommandons de souscrire à l'OPF pour une optique de placement à long terme