

ACHETER

Perspectives Positives

Actionnaires

Famille KALLEL	62%
Public	38%

Données boursières

Cours (22/02/2016)	4,9 Dt
Capi. boursière (mDt)	58,8 mDt
Nombre de titres	12 000 000
Performance 2016	-7,55%
Haut/Bas (2016)	5,54/4,88 Dt
Vol. moyen/j (2016)	0.06 mDt

Performance	1M	Depuis 2016	1 an
ASSAD	-5%	-7,5%	-36,6%


Chiffres clés consolidés

En mDt

	2013	2014	2015e
Revenus	83,5	95,2	97,2
EBITDA	18,9	18,1	14,3
Résultat Net (part du groupe)	7,4	4,2	1,9
Capitaux propres	48,8	48,1	49,9
Dettes nettes	38,5	60,1	61,0

Ratios valorisation 2013 2014 2015e
Valorisation intrinsèque

	2013	2014	2015e
VE/revenus	1,4	1,2	1,2
VE/EBITDA	6,2	6,5	8,2
Gearing	80,8%	112,3%	114%
ROE	19,9%	10,4%	3,9%

Valorisation marché

	2013	2014	2015e
P/E (x)	7,8	15,2	31,7
P/BV (x)	1,3	1,3	1,3
Rendement div	6%	3,9%	5,7%

RECOMMANDATION MAC SA

• **Pionnier et leader** dans le secteur des batteries électriques, le groupe ASSAD est spécialisé dans les batteries de démarrage, les batteries industrielles et les plaques en plomb. Avec l'arrivée à maturité du marché tunisien, le groupe s'est orienté vers les marchés export qui accaparent désormais 69% du CA du groupe.

• ASSAD est aussi présent sur **le marché algérien** avec une unité d'assemblage des batteries à partir des plaques fabriquées par la société mère en Tunisie. **Une filiale industrielle au Maroc** devrait aussi voir le jour courant 2016. ASSAD s'est aussi orienté vers **l'Afrique subsaharienne** vue la taille et la rentabilité de ce marché tout en révisant sa stratégie commerciale en Europe pour être plus proche des clients.

• Dans le cadre de cette stratégie de **développement à l'international**, le groupe ASSAD a conclu un partenariat capitalistique avec le fonds d'investissement Abraaj Capital à travers l'injection de 25 mDt sous forme d'OCA. Ce partenariat offrira aussi au groupe un accompagnement stratégique et organisationnel dans sa démarche d'internationalisation.

• Les accroissements des volumes de vente à travers cette nouvelle stratégie ne feront que **consolider les marges du groupe** qui malheureusement ont été pénalisées durant ces dernières années sous le double effet de la cherté des batteries usagées et de la fluctuation du prix du plomb au niveau mondial sur lequel sont indexés les prix de vente à l'export.

• Eu égard l'effet volume qui sera généré par ce nouveau déploiement et la consolidation des marges qui en sera engendrée, nous nous attendons à ce que les bénéfices du groupe n'en seront qu'améliorés à partir de 2017. Fondamentalement, nous estimons que ASSAD est sous valorisé. Vu le niveau de cours actuel, nous pensons qu'il est opportun de se repositionner cette année sur le titre dont les retombées de la nouvelle stratégie commenceront à voir le jour à partir de l'exercice 2017. Ainsi, nous recommandons de **l'ACHETER** à ces niveaux de cours.

PRÉSENTATION DU GROUPE ASSAD

• Le groupe ASSAD est spécialisé dans les batteries de démarrage, les batteries industrielles et les plaques en plomb. Le groupe se compose de neuf sociétés filiales dont **quatre sociétés industrielles et cinq sociétés commerciales**. Ces filiales agissent en synergie pour offrir une meilleure rentabilité pour l'ensemble du groupe.

Société Mère	L'accumulateur tunisien ASSAD				
Filiales industrielles	SPA Batteries ASSAD Algérie (70%)	Energys ASSAD (49%)	ASSAD Batteries Maroc (100%)	Energys Assad Industrial (100%)	
Filiales Commerciales	ASSAD International (99,9%)	Auto Component Export (99,9%)	GEELEC (99,6%)	AS Distribution (93,11%)	Energys Assad North Africa (100%)

• ASSAD Tunisie reste la principale société du groupe générant 76% des revenus consolidés et accaparant la position de leader local avec 55% de part de marché.

• En 2005, le groupe s'est déployé sur le marché algérien où une filiale d'assemblage de batteries de démarrage a été créée.

• En 2008, l'équipementier a lancé en joint-venture avec Energys, leader mondial des batteries industrielles, Energys-Assad, une société totalement exportatrice pour la fabrication des batteries industrielles.

• Récemment, une filiale marocaine pour la production des batteries de démarrage a été créée et devrait entrer en production en 2106. ASSAD compte y implanter une usine d'une capacité de 350 000 batteries par an soit 20% de part de marché.

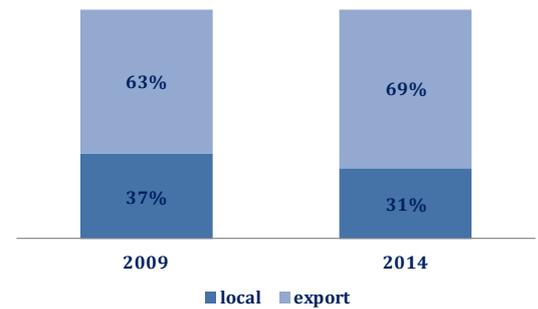
• Dans le cadre du plan de développement à l'international, le groupe a aussi créé une filiale commerciale en Côte d'Ivoire et qui devrait être un point d'ancrage pour desservir le reste des pays de l'Afrique Subsaharienne.

ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

1/ REVENUS

- Sur la période 2011-2014, les revenus du groupe ASSAD ont connu un taux de croissance annuel moyen de 2,5%. En 2014, le groupe a dégagé des revenus de 95,2 mDt en hausse de 14% par rapport à 2013, une croissance boostée par les ventes export (+24%). Sur les dernières années, le groupe a pleinement privilégié le développement à l'export qui représente désormais 69% des revenus contre 63% en 2009.
- Les filiales ASSAD inter et ASSAD Algérie sont les principaux contributeurs au chiffre d'affaires après la société mère qui a généré, en 2014, des revenus de 72,4 mDT (76% du chiffre d'affaires consolidé). La contribution de la filiale Enersys Assad pour les batteries industrielles n'est pas significative.
- **Le marché local** : Assad reste le leader du marché avec une part de marché de 55% malgré une concurrence forte en terme de prix pour les batteries importées. Les ventes locales ont augmenté de 3,1% en 2015 à 28,7mDT. Une croissance plate certes mais qui est en relation avec le taux d'équipement en véhicules et le taux de vieillissement du parc automobile en Tunisie.
- **Le marché européen** : C'est le deuxième marché en termes de chiffre d'affaires pour le groupe après le marché local. Les ventes sur le marché européen connaissent une certaine volatilité vue l'indexation des prix de vente des batteries sur le prix du plomb (LME). Cette indexation n'est pas maximale car ASSAD agit dans un secteur fortement concurrentiel au niveau mondial où les industriels de batteries de rechange optent pour une préservation des parts de marché. De plus, ASSAD reste aussi pénalisé par la longueur de la chaîne de distribution ce qui pèse lourdement sur les marges. Pour parer à ce problème, le groupe compte rétrécir les intervenants dans son circuit de distribution sur le marché européen. Des sociétés commerciales seront lancées en Italie, en France et en Espagne pour se rapprocher du client final et améliorer par conséquent les marges.
- **Le marché algérien** : C'est un marché qui recèle un grand potentiel de croissance vue sa taille qui représente 4 fois le marché tunisien mais aussi vue la composition de son parc automobile qui englobe beaucoup de camions et de voitures utilitaires. En terme de chiffre d'affaires, ce marché limitrophe vient en troisième position avec des ventes de l'ordre de 20 mDT en 2015, soit une évolution de 20% par rapport à 2014.
- **Le marché marocain** : C'est un marché d'avenir pour le groupe où une filiale vient d'être créée en Avril 2015 et l'entrée en production est prévue avant la fin de l'année 2016. La capacité de production de la nouvelle unité marocaine est d'environ 350 000 batteries de démarrage, soit l'équivalent de 20% du marché pour un CA additionnel estimé à 30 mDT en vitesse de croisière.
- **Les marchés africains** : Dans son cadre de développement à l'international et au-delà du marché du Maghreb, ASSAD s'oriente vers le marché de l'Afrique subsaharienne où le potentiel de développement est très important. Une implantation commerciale a été déjà effectuée à travers une filiale en Côte d'Ivoire (Mai 2015) et qui lui permettra de couvrir les autres pays de la région notamment le Congo, Sénégal, Mali etc....

La structure du chiffre d'affaires par destination



Les ventes à l'export représentent 69% notamment vers l'Europe, le Maghreb et l'Afrique

2/ ANALYSE FINANCIÈRE

- Les chiffres consolidés du groupe ASSAD ont affiché une dégradation du taux de la **marge brute** de 4,6 points entre 2013 et 2014 en passant de 48,5% à 43,9%. Cette contre performance est le résultat direct de la baisse de la marge brute de la société mère de 5 points (De 45% à 40%). Cette baisse est expliquée par l'augmentation des prix d'achat des vieilles batteries qui n'a pas pu être répercutée sur les prix de vente. Au fait, ASSAD reste prisonnière du marché local en approvisionnement puisque 85% du plomb utilisé dans les batteries provient des batteries usagées et qui sont recyclées au sein de ASSAD même pour en extraire le plomb. Or depuis la révolution, le marché connaît un certain déséquilibre puisque les opérateurs sur le marché ne respectent plus le décret relatif au système de la consigne obligatoire et de la reprise des accumulateurs usagés (Décret N°205/3395 du 26 Décembre 2005). Ainsi, les ferrailleurs se sont accaparés ce segment en appliquant des prix élevés.
- Pour se prémunir contre cette rareté des vieilles batteries, le groupe ASSAD a eu l'accord des autorités pour importer les batteries usagées afin de subvenir à ses besoins en plomb.

Chiffres clés des filiales du groupe ASSAD (2014)

En mDt	Revenus	Rex	Bénéfices
ASSAD Tunisie	72,4	7,4	5,0
ASSAD International	45,3	0,6	0,8
Batteries ASSAD Algérie	21,2	2,2	1,1
Enersys ASSAD	5,2	0,1	0,1
GEELEC	5,1	0,3	0,2
Enersys ASSAD Industrial	1,1	0,0	0,0

- **La marge EBE** a connu également en 2014 une forte dégradation (- 300 points de base à 18,5% vs 21,6% en 2013) et ce en raison de la baisse de la marge brute et de l'augmentation de 11% des charges de personnel.
- Sous l'effet d'un poids de plus en plus lourd des charges financières provenant d'une part des pertes de change et des charges d'intérêt relatives à l'émission d'obligations convertibles en actions et la dégradation des différentes marges d'exploitation, **le résultat net consolidé** a accusé une forte baisse de 44% à 4,5 mDT contre une moyenne de bénéfices de 8,1 mDT courant les quatre dernières années.

Chiffres Clés Consolidés						
En mDt	2010	2011	2012	2013	2014	TCAM 2010-14
Revenus	77,4	88,2	92,7	83,5	95,2	5,3%
Croissance		14,0%	5,1%	-10,0%	14,1%	
Marge Brute	30,7	32,4	37,4	42,5	43,0	8,8%
Croissance		5,7%	15,4%	13,6%	1,3%	
en %	35,8%	37,4%	40,5%	48,5%	43,9%	
EBE	13,9	14,2	16,5	18,9	18,1	7,0%
Croissance		2,2%	16,5%	14,6%	-4,1%	
en %	16,2%	16,3%	17,9%	21,6%	18,5%	
Résultat Net Consolié	8,7	7,5	8,3	8,1	4,5	-15,2%
Croissance		-14,5%	11,6%	-2,9%	-44,1%	
en %	10,2%	8,6%	9,0%	9,2%	4,6%	
RNPG	8,0	7,2	7,7	7,4	4,2	-15,0%
Croissance		-10,1%	7,5%	-4,2%	-43,6%	

INVESTISSEMENTS ET FINANCEMENT

- Le groupe ASSAD a investi 26 mDt, entre 2011 et 2014, pour accroître sa capacité de production en Tunisie et en Algérie mais aussi pour la création des filiales au Maroc et en Côte d'Ivoire. Ces importants investissements ont été principalement financés par la dette à long terme.
- D'ailleurs, le niveau d'endettement a été multiplié par près de 1,6x en 4 ans passant de 33,7 mDT en 2011 à 54mDT en 2014 dont 25 mDT sous forme d'obligations convertibles en actions souscrits intégralement par le fonds d'investissement Abraaj Capital. Hormis son apport financier, le fonds Abraaj Capital est venu apporter aussi son expertise afin d'accompagner le groupe ASSAD dans sa stratégie de développement à l'international.

Free Cash Flow et Endettement

en mDt	2 011	2 012	2 013	2014
Cash flow d'exploitation	-2,3	10,5	4,9	-5,4
Investissements	4,9	7,3	7,2	6,7
Free Cash Flow	-7,1	3,2	-2,3	-12,1
Dettes nettes	33,7	33,5	39,4	54,0
Capitaux propres	42,4	46,1	48,8	48,0
Gearing	79,5%	72,8%	80,8%	112,3%

Les principales caractéristiques des OCA

Montant de l'émission	25 MDT
Nombre d'OCA	250 000 Obligations
Valeur nominale	100 DT /obligation
Maturité	6 ans à partir de la clôture des souscriptions
Intérêts	8,25% par an payables annuellement
Période de blocage	3 ans au minimum
Option de conversion	Les OCA peuvent être converties en actions nouvelles de la société Assad à la demande du souscripteur à une valeur qui sera déterminée en fonction du taux de réalisation du business plan

Scenario 1:	Scenario 2:	Scenario 3:
<ul style="list-style-type: none"> • Taux de réalisation du BP < 90% • La valeur de conversion = 90 MDT • La part de Abraaj dans le capital de ASSAD après conversion sera 21,74%. 	<ul style="list-style-type: none"> • Taux de réalisation 90% < BP < 100% • La valeur de conversion entre 103 et 110 MDT • La part de Abraaj dans le capital de ASSAD après conversion sera entre 18,54% et 21,74%. 	<ul style="list-style-type: none"> • Taux de réalisation BP >= 100% • La valeur de conversion = 110 MDT • La part de Abraaj dans le capital de ASSAD après conversion sera entre 18,54%.

STRATÉGIE DE DÉVELOPPEMENT ET PERSPECTIVES DU GROUPE ASSAD

- Ayant une position de leader confortable en Tunisie (55% de part de marché), le groupe a axé ces dernières années son développement sur les marchés export. Historiquement, le marché européen est le plus important mais il s'agit désormais d'un marché mature et en vieillissement poussant le groupe ASSAD à diversifier sa présence géographique. Ainsi, le groupe a opté pour un positionnement au Maghreb (Algérie et Maroc) mais aussi en Afrique subsaharienne, deux marchés à forts potentiels mais aussi à fortes marges.
- En Algérie, l'activité se porte très bien. Au Maroc, l'activité débutera vers la fin de 2016 pour une capacité de production de 350 000 batteries soit un CA additionnel de 30 mDT pour le groupe.
- En Afrique subsaharienne, la présence de ASSAD est pour l'instant commerciale et les premières commandes sont déjà envoyées.
- Pour le marché européen, ASSAD ne s'attend pas à une croissance des volumes de vente mais sa stratégie est plutôt axée sur l'amélioration des marges par le rétrécissement des circuits de distribution. Des partenariats locaux sont en train de prendre forme notamment en Italie, France et Espagne.
- Ainsi, et avec l'ensemble de ces développements et notamment les accroissements des volumes, ASSAD pourrait consolider ses marges qui malheureusement ont été pénalisées courant ces dernières années sous le double effet la cherté des batteries usagées et de la fluctuation du prix du plomb au niveau mondial.

Consolidation de la présence au Maghreb et en Afrique Subsaharienne

LES PERSPECTIVES 2015-2018

- **Les revenus du groupe ASSAD devraient croître selon nos estimations à un TCAM de 13,7% sur la période 2014-2018** : nous avons été assez conservateurs sur les années 2015 et 2016. L'année 2016 sera par excellence l'année de mise en place de la nouvelle stratégie et le potentiel du groupe ne sera visible qu'à partir de 2017, année d'entrée en pleine production de la filiale marocaine et l'expansion des ventes en Afrique subsaharienne.
- **L'EBE et le Résultat Net part du groupe seraient en hausse de 11,4% et 12,1% respectivement sur la période 2014-2018.** Nous estimons que les marges du groupe vont s'améliorer progressivement après une année 2015 jugée difficile pour le groupe. La marge brute s'établirait à 43% en moyenne sur les prochaines années et ce grâce à l'amélioration attendue du volume de plomb recyclé, au rétrécissement des circuits de distribution en Europe ainsi que l'effet volume qui sera engendré par les filiales marocaine et algérienne.

Etat de résultat Consolidé Prévisionnel 2015-2018											
En mDt	2010	2011	2012	2013	2014	TCAM 2010-14	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	TCAM 2014-18
Revenus	77,4	88,2	92,7	83,5	95,2		97,2	104,4	146,4	159,5	
Total produits d'exploitation	77,7	88,5	92,9	83,8	95,5	5,3%	97,2	104,4	146,4	159,5	13,7%
Achats	55,0	54,3	54,9	45,1	55,0		57,4	60,0	82,7	87,7	
Marge Brute	30,7	32,4	37,4	42,5	43,0	8,8%	39,9	44,4	63,7	71,8	13,7%
<i>Taux de la marge Brute</i>	<i>35,8%</i>	<i>37,4%</i>	<i>40,5%</i>	<i>48,5%</i>	<i>43,9%</i>		<i>41,0%</i>	<i>42,5%</i>	<i>43,5%</i>	<i>45,0%</i>	
EBE	13,9	14,2	16,5	18,9	18,1	7,0%	14,3	15,7	22,7	27,9	11,4%
<i>Marge d'EBE</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>17,9%</i>	<i>21,6%</i>	<i>18,5%</i>		<i>14,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>17,5%</i>	
EBIT	9,7	9,8	10,5	12,4	10,4	1,7%	6,1	6,3	11,3	14,2	8,0%
<i>Marge EBIT</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,4%</i>	<i>14,2%</i>	<i>10,6%</i>		<i>6,2%</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,9%</i>	
Résultat Avant Impôts	9,5	8,0	9,3	9,6	6,5	-8,9%	2,7	2,8	7,2	9,6	10,0%
Impôts sur les bénéfices	0,8	0,5	0,9	1,5	2,0		0,7	0,7	1,8	2,4	
Résultat net Consolidé	8,7	7,5	8,3	8,1	4,5	-15,2%	2,0	2,1	5,4	7,2	12,3%
<i>Marge Nette</i>	<i>10,2%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,2%</i>	<i>4,6%</i>		<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,5%</i>	
RNPG	8,0	7,2	7,7	7,4	4,2	-15,0%	1,9	1,9	5,0	6,6	12,1%

Source : Etats Financiers Consolidés ASSAD et prévisions MAC SA

RECOMMANDATION DE MAC SA

- Le titre ASSAD a connu depuis le mois de Juillet 2015 une très mauvaise orientation. La baisse du titre s'est accentuée surtout au mois de septembre et son cours est passé au-dessous de la barre symbolique des 6 DT. Sur le deuxième semestre de l'année 2015, le cours a perdu 25% de sa valeur et a fini l'année en repli de 31% par rapport à son cours de début de l'année. La publication des états financiers intermédiaires de l'année 2015 était derrière la déroute du titre. Ces états financiers de la société mère ont fait apparaître un résultat net de 0,18 mDT contre 3 mDT à la même période de 2014. Les communiqués de la société expliquant cette mauvaise performance n'ont pas épargné le titre d'un courant vendeur. Pour 2016, le cours a signé jusqu'à cette date une baisse de 7,55%.
- Eu égard l'effet volume qui sera généré par la nouvelle stratégie de développement à l'international et la consolidation des marges qui en sera engendrée, nous nous attendons à ce que les bénéfices du groupe n'en seront qu'améliorés à partir de 2017. Fondamentalement, nous estimons que ASSAD est sous valorisé. Vu le niveau de cours actuel, nous pensons qu'il est opportun de se repositionner cette année sur le titre ASSAD dont les retombées de la nouvelle stratégie commenceront à voir le jour à partir de l'exercice 2017. Ainsi, nous recommandons d'**ACHETER** le titre à ces niveaux de cours.

	2013	2014	2015 E	2016 E
Cours				
Plus haut	8,14	8,17	8,73	5,54
Plus bas	6,01	6,19	4,59	4,88
Au 31/12	6,37	7,68	5,30	4,90
Performance du cours	-15,2%	20,4%	-31,0%	-7,5%
Nombre d'actions au 31/12	12 000 000	12 000 000	12 000 000	12 000 000
Capi au 31/12 (mDT)	76,5	92,1	63,6	58,8
Volume d'échange moyen/j (mDT)	0,10	0,07	0,05	0,06
Bénéfice par action	0,67	0,38	0,17	0,17
Dividende par action	0,38	0,30	0,30	0,30
Rendement dividende	6,0%	3,9%	5,7%	6,1%

* Les chiffres de l'année 2016 sont arrêtés en date du 22 Février

MAC SA- Intermédiaire en Bourse

Green Center, Rue du Lac Constance
1053- Les Berges du Lac – Tunisie
Tél : + 216 71 964 102
Fax : + 216 71 960 903
Email : macsa@macsa.com.tn
Web : www.macsa.com.tn

Département Recherches

Salma Zammit Hichri
Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif
Analyste Senior
ibrahim @macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali
Analyste Junior
abdelmonam.jebali@macsa.com.tn

Rahma Tayachi
Analyste Junior
rahma.tayachi@macsa.com.tn

Informations importantes

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC.SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC.SA au profit ou envoyé par MAC.SA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC.SA se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.

MAC.SA n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.