

# MAC *info*

## Analyse Financière

N°8 1<sup>er</sup> semestre 2016

### EDITORIAL

#### Un taux de croissance de 1% pour le premier trimestre 2016

Une croissance affectée par le « syndrome du rez-de-chaussée »

### ACTUALITE

#### Bourse de Tunis

Un premier semestre 2016 en dents de scie

### DOSSIER

#### La distribution automobile en Tunisie

Un secteur dynamique avec des perspectives de libéralisation

#### Notes de Recherche

**ARTES**, Le leader historique des véhicules particuliers

**CITY CARS**, L'outsider qui confirme bien sa position

**ENNAKL Automobiles**, Vers une consolidation qualitative des acquis

**UADH**, Un groupe intégré et multiscartes



# SOMMAIRE

## EDITORIAL

### **Un taux de croissance de 1% pour le premier trimestre 2016**

Une croissance affectée par le « syndrome du rez-de-chaussée »

## ACTUALITE

### **Bourse de Tunis**

Un premier semestre 2016 en dents de scie

## DOSSIER

### **La distribution automobile en Tunisie**

Un secteur dynamique avec des perspectives de libéralisation

### **Notes de Recherche**

ARTES, Le leader historique des véhicules particuliers

CITY CARS, L'outsider qui confirme bien sa position

ENNAKL Automobiles, Vers une consolidation qualitative des acquis

UADH, Un groupe intégré et multicartes



## Editorial

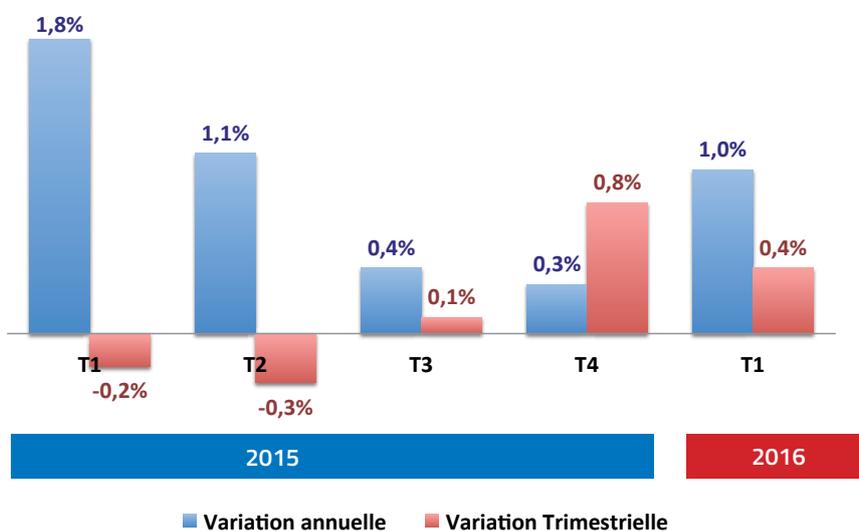
### Un taux de croissance de 1% pour le premier trimestre 2016

#### Une croissance affectée par le "syndrome du rez-de-chaussée"

La récente salve de publication des statistiques de la croissance et de l'emploi confirme encore une fois les difficultés de l'économie tunisienne à s'extirper des gouffres d'une croissance atone : Un taux de croissance, en glissement annuel, de 1% pour le premier trimestre 2016 (Figure 1).

Les perspectives de l'économie tunisienne sont incertaines et le marché du travail continue d'envoyer des signaux négatifs pour la cohésion sociale. Des signaux menaçants pour le climat sécuritaire, déstabilisants pour les caisses sociales (CNRPS en tête de liste), et démoralisants pour les acteurs économiques. Quand le moral des investisseurs et des consommateurs est en berne, la croissance est rarement au rendez-vous.

■ Taux de croissance de l'économie tunisienne (en %)



**Un chiffre à première vue réjouissant** pour une économie frappée par la nébuleuse terroriste et une météo peu clémente. La mauvaise performance dans le secteur de l'hôtellerie et la restauration (-12%) et la chute de plus de 60% de la production d'huile d'olives au début 2016 ont fortement impacté le taux de croissance du premier trimestre 2016. Malgré ce contexte hostile (terrorisme, faiblesse des IDE, fièvre revendicative, ...), certains secteurs arrivent à tirer leur épingle du jeu, en enregistrant une nette amélioration par rapport au dernier trimestre de 2015. C'est le cas de la valeur ajoutée du secteur des industries chimiques (+28,6%), les matériaux de construction (+4,2%) et l'activité minière (+24,8%) malgré les blocages qui persistent encore.

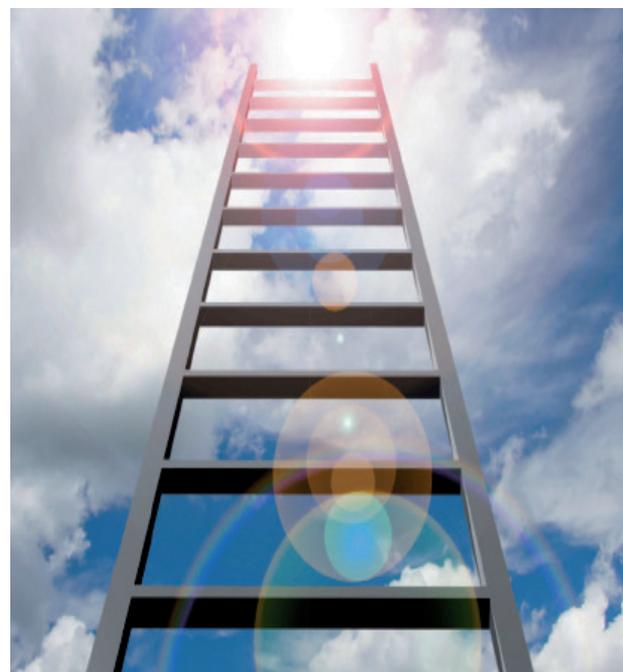
**Un chiffre décevant** surtout lorsque le gouvernement avance encore un taux de 2% (contre les 2.5% prévus par la loi des finances 2016). Les institutions internationales (hors FMI qui campe aussi un taux de 2%) n'ont pas cessé de réviser à la baisse leurs prévisions de croissance pour l'économie tunisienne : 1.8% pour la Banque Mondiale et 1.6% pour la BERD.

Malheureusement aujourd'hui, avec l'avalanche de prêts qui s'abat sur la Tunisie et qui ne fait que doper les chiffres des réserves en devises de la BCT, le dernier en date celui du FMI (2,9 milliards de dollars sur quatre ans), l'endettement prend l'ascenseur quand la croissance traîne dans les couloirs du rez-de chaussée.

En somme, tant que la machine des réformes tarde à démarrer sérieusement. Tant que le syndicalisme ne déserte pas le terrain des revendications démesurées. Et tant que le virus du populisme continue de se balader dans l'hémicycle de l'ARP. La Tunisie démocratique sombrera dans une croissance anémique qui à terme finira par ébranler la construction démocratique.

## Restons optimistes.

Tout peut changer si la volonté et l'audace sont au rendez-vous. Si les produits allemands et plus précisément les voitures allemandes (Mercedes, BMW, Audi, Golf, ...) font toujours rêver le monde entier, c'est parce que le modèle allemand repose sur des piliers solides. Un esprit citoyen qui gouverne le comportement aussi bien des ménages que des entrepreneurs. Un enseignement professionnel de qualité. Un système fédéral, qui a largement contribué à la réduction des inégalités sociales et régionales. Et aussi, un syndicalisme responsable, orchestré par la centrale IG Metall, qui considère la mondialisation comme une opportunité et non une malédiction et qui se présente comme une force de proposition et non de destruction. Tirons au plus vite les leçons qui s'imposent. Importons les fondements du succès du modèle allemand (la discipline, la rigueur et le sens de la responsabilité, la qualité de l'enseignement professionnel, le syndicalisme responsable ...) avant d'importer les voitures allemandes. Sinon le tsunami de la déconfiture sociale et son cortège d'insécurité et de paupérisation de la classe moyenne finiront par débarquer sur les côtes de notre jeune démocratie. Il n'y a pas pire que de ne plus pouvoir rêver de posséder une voiture dans un pays où la qualité du transport public laisse à désirer.



Pr Moez LABIDI

*Professeur à la Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Mahdia  
Conseiller économique auprès de MAC SA.*



# Actualité

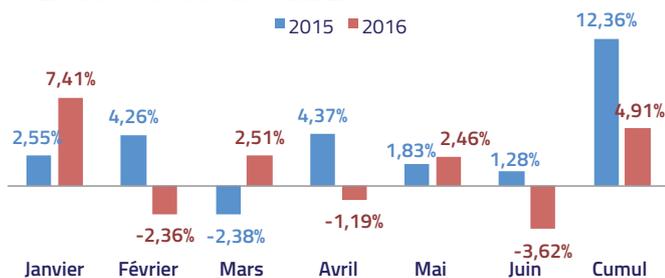
## Bourse de Tunis

### Un premier semestre 2016 en dents de scie

L'année 2016 a bien démarré du point de vue boursier avec un mois de janvier euphorique et un Tunindex qui a augmenté de 7,41% propulsé en partie par les ondes positives libérées par la publication des indicateurs d'activité au titre de l'année 2015 et qui étaient globalement positifs. Par la suite, l'évolution a été en dents de scie.

Le mois de février a connu un renversement de tendance avec un indice en repli de 2,36% sous le poids des prises de bénéfices mais aussi des craintes relatives à l'intervention de l'OTAN en Libye et ses éventuelles retombées sur la Tunisie. Au mois de mars, et malgré les événements de Ben Guerdane et les menaces terroristes, le moral des investisseurs a été au beau fixe et le Tunindex a gagné 2,51% sur le mois.

#### Evolution mensuelle du TUNINDEX



Le mois d'avril a été par contre baissier malgré la densité des informations relatives aux publications des résultats de l'exercice 2015, des propositions de dividendes et les indicateurs d'activité au 1T2016 qui sont généralement au vert. En Mai, il y a eu correction et l'indice de la bourse de Tunis a fini dans le vert en gagnant 2,46%. Le mois de juin, a été le plus baissier du semestre avec un Tunindex en repli de 3,62%. Au fait, ce dernier mois du semestre a coïncidé avec le mois saint du Ramadan, et courant lequel il y a eu la dégringolade du dinar face à l'Euro et au dollar, une situation économique nationale assez critique et la déstabilisation politique avec la proposition de la présidence de la République d'un gouvernement d'union nationale.

Ainsi, la performance cumulée de l'indice sur les six premiers mois a été réduite à 4,91% un peu loin des 12,36% enregistré en 2015 à la même période.

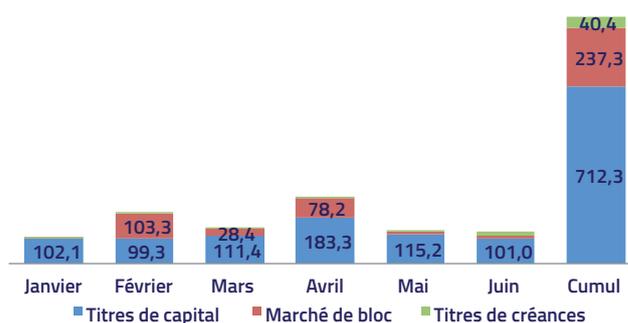
Sur ces six mois, le Tunindex a été tiré vers le haut, principalement par les valeurs bancaires (BIAT, Attijari Bank, BT, BH, UIB), SAH et Eurocycles.

#### Un volume dopé par le marché des blocs

Le volume global sur la cote de la bourse sur les six premiers mois, a été 14,7% en dessous de son niveau de l'année dernière sur la même période mais il a été surtout alimenté à hauteur de 24% par le marché des blocs.

SFBT continue à dynamiser la cote puisque le titre a généré 12,11% du volume global même si près de 62% de ce volume a été via des transactions de bloc. Hors transactions de blocs, c'est UNIMED, le nouveau venu à la bourse de Tunis qui a généré le volume de capitaux le plus important. Par la suite, ce sont Eurocycles et la BH qui ont été les plus échangés sur le marché des titres de capital suivis par Carthage Cement, SFBT et SAH.

#### Capitaux échangés sur la cote de la bourse



#### Meilleurs volumes d'échanges (en kDT)

Plus forts volumes			Plus forts volumes (Hors blocs)		
Valeur	% Capitaux traités	Volume	Valeur	% Titres de capital	Volume
SFBT	12,05%	114 389	UNIMED	8,25%	58 756
UNIMED	6,19%	58 756	EUROCYCLES	7,35%	52 361
ADWYA	5,99%	56 864	BH	7,30%	52 027
ARTES	5,84%	55 408	CC	6,42%	45 765
EUROCYCLES	5,51%	52 361	SFBT	6,10%	43 351
BH	5,51%	52 334	SAH	5,42%	38 579

Côté variations, SOTETEL a chapoté le palmarès avec une hausse de près de 147% sur les 6 premiers mois de l'année sous l'effet de l'annonce d'un plan de restructuration de ses ressources humaines, un des facteurs qui grèvent sa rentabilité.

Eurocycles continue tranquillement son ascension avec un gain, sur le premier semestre, de plus de 81% et attise encore l'intérêt des investisseurs en accaparant également l'un des plus gros volumes. Le titre a été légèrement secoué suite à l'annonce du «Brexite» puisque la Grande Bretagne reste son principal pays d'exportation, mais la société a rassuré les investisseurs à travers un communiqué que cette sortie n'aura aucun impact sur sa performance. La société a confirmé encore une fois sa résilience en affichant une croissance de 25% au niveau des bénéfices de l'exercice 2015 et par conséquent un accroissement de la rémunération de son capital à 1,4 DT/action contre 1,048 DT l'année d'avant.

#### ■ Les 5 plus fortes variations

Plus forte hausses				Plus fortes baisses			
Valeur	%Var	Cours (DT)	Volume (mDT)	Valeur	%Var	Cours (DT)	Volume (mDT)
SOTETEL	146,67%	2,96	5 703	STEQ	-56,69%	5,28	3
EURO-CYCLES	81,2%	42,72	52 361	SOPAT	-43,44%	1,33	3 829
Ass.SALIM	52,73%	41,00	24 081	UADH	-41,62%	4,19	5 410
BH	35,80%	16,50	52 334	SOTE-MAIL	-35,00%	1,69	154
STIP	39,47%	1,59	1 998	ALKIMIA	-31,62%	31,61	113
SOTUVER	38,44%	4,07	10 227	CEREALIS	-29,47%	2,68	1 483

#### ■ Indicateurs d'activité au 31/03/2016

La période a été aussi marquée par la publication des indicateurs d'activité relatifs au premier trimestre 2016, qui font sortir une tendance mitigée :

Dans le bancaire, le PNB a certes augmenté de 8,2% au 1T2016 par rapport au 1T2015 mais c'est surtout grâce aux revenus des portefeuilles investissement et titre commercial. Dans un contexte de ralentissement de l'activité d'intermédiation (+4,7% pour les dépôts et + 4,8% des crédits) la marge d'intérêt a, bien évidemment, baissé.

Le leasing s'est mieux comporté avec une hausse de 16,6% des mises en force au 1T2016 et un Produit net de leasing en progression de 15,2%.

Dans l'assurance, les primes émises ont augmenté de 8,6% mais de l'autre côté il y a une nette hausse de la charge de sinistres (+16,6%).

Pour les sociétés non financières, certains secteurs ont bien tiré leur épingle du jeu à l'instar des concessionnaires automobiles, le secteur de la grande consommation, défensif par nature, et les cimentiers.

Globalement, les exportations ne se sont pas très bien comportées courant le 1T2016 mais certaines sociétés, qui disposent de moteur de croissance au-delà des frontières, à l'instar de SAH, OTH, Euro-cycles, SOTUVER, Carthage Cement et PGH ont pu consolider leurs positions.

La société a procédé, également, à une augmentation de capital par incorporation de réserves, et attribution d'une action gratuite pour deux anciennes, portant jouissance au 1er janvier 2016. L'intérêt porté à Eurocycles reste aussi alimenté par une éventuelle ouverture du marché américain qui ferait passer la société à un nouveau palier de croissance.

Assurances SALIM a affiché une très belle progression de plus de 52% courants ces six premiers mois. L'intérêt sur la valeur a été principalement porté par la montée des Assurances Carte Vie dans le capital de SALIM en franchissant le seuil des 20% (20,73%) et en déclarant l'intention de continuer à acheter le titre.

Côté mobilisation de l'épargne, une seule introduction en bourse a été enregistrée à savoir UNIMED (25,2 MDT), trois opérations d'augmentation de capital : AMS (6MDT), SOPAT (15,6 MDT qui ont été souscrits quasiment en totalité par l'actionnaire de référence) et SOMOCER (14,6 MDT) mais par contre les émissions obligataires étaient nombreuses sollicitant au moins 165 MDT.

#### ■ Indicateurs d'activité des sociétés financières

Bancaire	Produit Net Bancaire		
En MDT	1T2016	1T2015	Var
AB	67,6	68,1	-0,8%
ATB	50,4	47,4	6,4%
Attijari Bank	72,5	66,0	9,9%
BIAT	131,5	118,8	10,7%
BT	50,9	46,4	9,6%
BTE	8,9	7,8	13,6%
UBCI	39,3	37,6	4,6%
UIB	57,2	49,1	16,4%
BH	70,6	61,6	14,6%
BNA	83,8	85,4	-1,9%
STB	72,7	63,4	14,6%
Leasing	Produit Net de Leasing		
CIL	5,3	4,7	14,2%
ML	2,7	2,2	20,6%
TLS	6,6	6,1	8,8%
HL	4,2	3,6	16,0%
Attijari Leasing	4,3	3,6	17,6%
ATL	5,3	4,1	27,3%
BL	2,8	2,7	3,8%
Assurances	Primes émises		
STAR	112,8	108,7	3,8%
TRE	37,4	31,5	18,5%
Salim	19,9	15,7	26,5%
ASTREE	44,8	41,8	7,2%
Stés d'investissement	Revenus		
Tuninvest SICAR	0,04	0,05	-7,8%
SPDIT SICAF	14,6	0,5	NS
Placement Tunisie	0,1	1,1	-89,6%

■ Indicateurs d'activité des sociétés non financières

En MDT	Revenus		
	1T2016	1T2015	Var
<b>Agro-alimentaire</b>			
Delice Holding	183,4	163,1	12,5%
SFBT	108,8	61,1	78,1%
Elbene	21,0	28,1	-25,5%
Landor	14,8	12,9	14,6%
Sopat	16,2	16,4	-1,3%
Cerealis	2,4	2,3	3,1%
<b>Concessionnaires Automobiles</b>			
ENNAKL	86,4	58,1	48,5%
CITY CARS	35,1	32,9	6,5%
ARTES	38,4	13,9	176,1%
UADH	83,6	66,5	25,7%
<b>Santé</b>			
Adwya	20,8	20,9	-0,5%
SAH	65,5	62,9	4,1%
Sliphat	9,5	10,2	-6,9%
<b>Cimentiers</b>			
Ciments de Bizerte	18,8	11,1	69,1%
Carthage Cement	53,5	37,5	42,7%
<b>Distribution</b>			
Magasin Général	192,0	190,0	1,0%
Monoprix	124,2	128,8	-3,6%
Cellcom	6,6	9,1	-27,5%
Sotumag	2,3	2,1	10,6%
<b>Technologie</b>			
Hexabyte	2,1	2,0	6,5%
Telnet	9,8	9,2	6,2%
<b>Telecommunications</b>			
MIP	1,0	1,8	-42,4%
TGH	28,1	20,7	35,6%
Aetech	3,5	4,6	-24,7%
Servicom	18,3	16,2	13,1%
Sotetel	10,5	7,1	49,1%

En MDT	Revenus		
	1T2016	1T2015	Var
<b>Chimie</b>			
Air Liquide	7,2	8,0	-10,4%
Alkimia	22,1	33,8	-34,7%
ICF	17,2	32,8	-47,5%
<b>Composants Automobiles</b>			
Eurocycles	19,9	17	17,0%
Assad	15	17,1	-11,9%
Gif	3,2	3,4	-4,7%
<b>Industrie</b>			
MPBS	9,7	9,0	7,8%
Sotuver	11,8	10,7	10,2%
Sotipapier	18,5	17,0	9,0%
Sotemail	12,3	9,4	30,5%
TPR	24,0	22,0	9,3%
Somocer	18,6	18,7	-0,5%
AMS	8,0	7,2	10,6%
NBL	1,8	1,8	1,0%
Steq	10,7	11,9	-10,5%
Office Plast	2,2	2,3	-6,9%
<b>Holding</b>			
PGH	411,5	390,8	5,3%
OTH	133,8	113,7	17,7%
<b>Immobilier</b>			
Essoukna	1,9	0,8	135,1%
Simpar	2,2	3,0	-27,1%
SITS	0,6	0,0	NS
<b>Services</b>			
Electrostar	14,8	9,1	63,2%
Siame	5,8	7,7	-25,3%
Sotrapil	2,5	2,7	-4,5%
Tunisair	190,3	184,6	3,1%



# Dossier

## La distribution automobile en Tunisie

### Un secteur dynamique avec des perspectives de libéralisation

Selon l'Agence Technique des Transports Terrestres « ATTT », le parc des voitures en Tunisie est estimé, à fin 2014, à près de 1 800 000 véhicules qui circulent sur les routes de la Tunisie tout en sachant que ce chiffre peut être revu à la baisse du fait que certains véhicules ont été détruits ou mis à la casse sans que leurs propriétaires ne le signalent. D'après la même source, le parc des voitures s'agrandit, annuellement, à raison de 70 à 80 milles-voitures.

■ Part des ménages tunisiens ayant une voiture



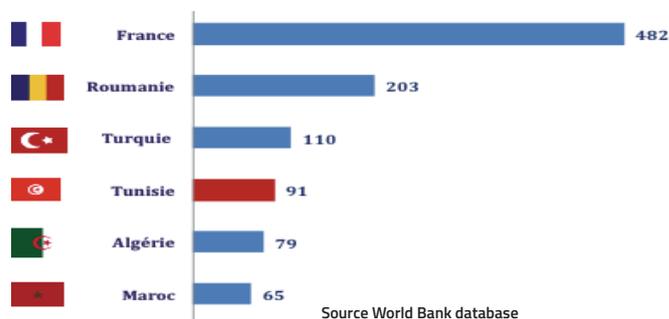
Source INS

La demande pour les véhicules légers a toujours été largement supérieure à l'offre et ce en dépit de la hausse des prix des véhicules importés (suite à la dépréciation du Dinar tunisien face à l'Euro/ Dollar) ainsi que la progression continue du prix du carburant. Une demande qui va de pair avec l'amélioration du pouvoir d'achat du tunisien et sa quête continue pour une meilleure qualité de vie. D'ailleurs, le taux d'équipement des ménages tunisiens ne cesse de progresser passant de 20% en 2007 à près de 27% en 2014, selon l'INS.

*Le taux de motorisation de la Tunisie s'élève à 9,1% (soit un véhicule pour 11 habitants) contre 11% en Turquie, 20,3% en Roumanie et 48,2% en France.*

Ce taux de motorisation des ménages tunisiens reste relativement modeste par rapport à certains pays européens. A titre d'exemple, le taux d'équipement des ménages en France est de 82,8%, en 2011, selon INSEE. Ceci étant, comparé à d'autres pays maghrébins tel que le Maroc ou l'Algérie, la Tunisie reste mieux équipée.

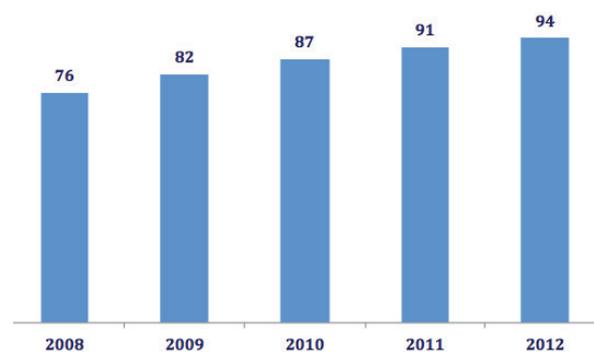
■ Benchmark du taux de pénétration du marché automobiles (2011)



Source World Bank database

Le taux de pénétration du marché automobile tunisien (nombre de véhicules légers pour 1 000 habitants) a atteint les 91 véhicules pour 1000 habitants en 2011 devançant ainsi les autres pays de l'Afrique du nord. Cependant, des pays tel que la Turquie, la Roumanie et la France enregistrent des taux de pénétration plus élevés de 110, 203 et 482 respectivement. Ceci laisse encore un potentiel de croissance important pour le marché de la distribution automobile en Tunisie.

■ Evolution du taux de pénétration des VL en Tunisie



Source World Bank database



## Le segment des véhicules légers

Le segment des véhicules légers représente la plus grosse part du marché automobile en Tunisie avec environ 96% des ventes totales. Ces véhicules légers circulant en Tunisie proviennent soit du marché officiel dont les principaux acteurs sont les concessionnaires automobiles (marché des premières immatriculations) soit du marché parallèle composé des entités réalisant des revenus en dehors des circuits officiels des concessionnaires automobiles par la ré-immatriculation des véhicules ayant pour pays de 2ème mise en circulation la Tunisie.

### ■ Evolution des ventes des véhicules légers (en unités)

en unités	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TCAM 2011-2015
1 ères immatriculations	58 836	45 075	49 293	47 960	53 362	54 203	4,7%
Ré-immatriculations	23 604	18 850	28 079	27 321	28 000	27 808	10,2%
<b>Total</b>	<b>82 440</b>	<b>63 925</b>	<b>77 372</b>	<b>75 281</b>	<b>81 362</b>	<b>82 011</b>	<b>6,4%</b>

Source: Agence Technique des transports terrestres ATTT

*Les ventes des véhicules neufs en progression continue sur les trois dernières années malgré la morosité économique.*

### ■ Le marché officiel des véhicules légers

Le marché des concessionnaires automobiles compte environ une vingtaine d'intervenants officiels et offre au moins 10.000 emplois directs alors que les emplois indirects sont inestimables (leasing, location de voitures, annonceurs, investissements publicitaires, fournisseurs d'outillages, réseaux de garagistes, électriciens, revendeurs de pièces de rechange, experts automobiles, assureurs, etc.).

Le secteur fournit aux caisses de l'Etat au moins 100 millions de dinars par an avec sa taille actuelle.

Le marché automobile en Tunisie est soumis à un ensemble d'autorisations (cahier de charges, agrément concessionnaire délivré par le ministère du Commerce) alors qu'il devrait être un marché ouvert comme n'importe quel secteur économique en Tunisie. Aujourd'hui, le marché est toujours soumis au système des quotas. Le marché officiel des véhicules légers représente environ les deux tiers des ventes annuelles. Ces véhicules sont regroupés en deux segments selon l'usage à savoir:

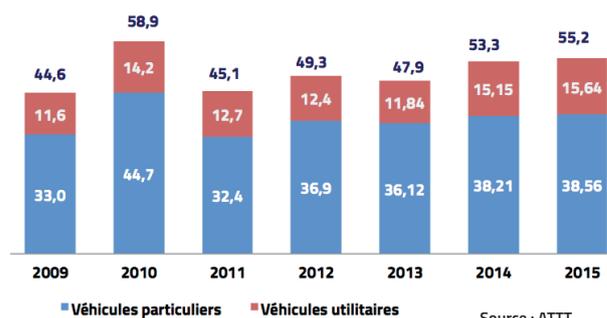
==> *Les véhicules particuliers (VP)*: Véhicules de transport de personne comportant au maximum 9 places assises (y compris le siège du conducteur) avec un poids total en charge du véhicule qui doit être inférieur à 3,5 tonnes.

==> *Les véhicules utilitaires (VU)*: Véhicules capables d'assurer des fonctions très différentes, généralement à des fins professionnelles. Il peut s'agir d'un fourgon d'un pick-up, d'un camion, d'une camionnette.

Le marché des véhicules légers reste fragmenté avec une vingtaine de concessionnaires automobiles avec plus de trente marques commercialisées en Tunisie. Les concessionnaires opèrent soit sur le segment des véhicules particuliers, soit sur celui des véhicules utilitaires, soit, pour la plupart, sur les 2 segments.

En 2015, les concessionnaires automobiles tunisiens ont écoulé près de 54 200 véhicules légers neufs, ce qui constitue une légère augmentation de 1,6% par rapport à 2014. Malgré le contexte économique difficile, le secteur des VL a bien consolidé sa tendance haussière, amorcée depuis plus de 4 ans, sans pour autant parvenir à rattraper ses niveaux d'avant la révolution. D'ailleurs les ventes de 2015, sont 8% en dessous du niveau record de 58 900 VL vendus en 2010.

### ■ Evolution des premières immatriculations de VL (en milliers)



## Le système de quota d'importation des véhicules légers en Tunisie



Les concessionnaires qui répondent aux exigences réglementaires sont normalement libres d'importer les véhicules qu'ils souhaitent commercialiser en Tunisie et ce dans le cadre des accords signés avec l'Union Européenne. Mais dans la pratique, le marché de la distribution automobile tunisien est régi par un système de quota pour tenir compte de la situation de la balance des paiements et des réserves de devises du pays.

Jusqu'à 2010, les quotas des voitures importées étaient attribués sur la base de la coopération industrielle, des réalisations des constructeurs automobiles et de leurs sous-traitants et d'autre part de la demande en véhicules légers de la population tunisienne. Le quota global attribué à chaque opérateur est fixe et c'est au concessionnaire automobile de le répartir entre les différentes marques qu'il représente sur le marché tunisien.

Dans le but de contrôler les sorties de devises tout en tenant en compte le déficit commercial du pays, qui se creuse d'une année à une autre (un pic de 13,6 milliards de dinars en 2014), les gouvernements, qui se sont succédés après la révolution, ont préféré jouer la prudence et ont maintenu la même répartition du quota de l'année 2011. Ainsi, le quota global des véhicules importés a été maintenu durant la période 2011-2014 à hauteur de 45 000 véhicules par an. En 2015, le ministère de commerce a accepté de porter le nombre des véhicules importés à 60 000 véhicules.

### Une nouvelle formule pour le calcul du quota

A partir de l'année 2015, la nouvelle formule consiste à attribuer à chaque concessionnaire automobile un certain nombre de véhicules à importer, calculé selon son historique et ses performances antérieures mais à la seule différence qu'il ne s'agit pas d'une quantité fixe comme à l'accoutumée.

Au terme du troisième trimestre (fin Septembre), les concessionnaires qui n'ont pas commercialisé les quantités qui leur ont été allouées par le ministère de commerce garderont le reliquat de quatrième trimestre alors que les quantités non consommées durant les trois premiers trimestres (Janvier-Septembre) seront distribuées sur les concessionnaires performants qui auront vendu les quantités qui leur ont été attribuées sur le marché tunisien.

Pour les nouvelles marques introduites sur le marché, elles auront un quota de démarrage de 1 000 véhicules qui pourrait être révisé par la suite selon leurs réalisations et la demande sur le marché.

## Part de marché par concessionnaire

En 2015, le groupe ENNAKL automobiles a confirmé sa place de leader pour la deuxième année consécutive suite à la commercialisation de 8 516 véhicules, soit une part de marché 15,7%, devançant de très peu (pour seulement 9 véhicules) le groupe UADH appartenant au groupe Loukil.

Le groupe ARTES se trouve relégué à la 3ème position avec une part de marché de 12,9% après avoir occupé, la première place en 2012 et 2013 et la deuxième place en 2014.

## Evolution des PDM des véhicules légers par concessionnaire

Marques distribuées	Représentées par	2011	2012	2013	2014	2015	Rang 2015
VOLKSWAGEN/SEAT/ AUDI/ PORSCHE/SKODA	Ennaki Automobiles	19,3%	16,2%	15,0%	14,2%	15,7%	1
CITROEN - MAZDA - DS	UADH	13,2%	14,2%	13,5%	13,3%	15,7%	2
RENAULT-DACIA-NISSAN	ARTES/ADEV	16,6%	16,9%	17,8%	13,7%	12,9%	3
PEUGEOT	STAFIM Peugeot	12,9%	14,1%	11,2%	9,3%	9,7%	4
OPEL-ISUZU-CHEVROLET	Afrique Auto	3,3%	6,4%	8,6%	9,8%	9,4%	5
FORD-LAND ROVER- JAGUAR-HYUNDAI VP	ALPHA Automobile	6,9%	6,9%	7,5%	10,8%	8,8%	6
KIA	City Cars	7,6%	7,0%	6,8%	7,5%	7,8%	7
Mercedes Benz-Mitsubishi- TATA	Le Moteur	6,7%	4,4%	3,7%	4,2%	6,7%	8
TOYOTA	BSB Toyota	1,5%	1,8%	3,9%	4,8%	5,1%	9
FIAT-LANCIA-ALPHA ROMEO-JEEP	ITALCAR	9,2%	8,1%	8,1%	6,9%	3,6%	10

Source : ATTT

## Evolution des ventes des Véhicules Légers par marque

Les marques	2013	2014	2015	Var.15/14	P D M 2015
CITROEN	5 482	5 670	6 731	19%	12,4%
VOLKSWAGEN	5 301	5 039	5 433	8%	10,0%
PEUGEOT	5 355	4 981	5 253	5%	9,7%
RENAULT	6 676	4 638	4 225	-9%	7,8%
KIA	3 248	3 978	4 215	6%	7,8%
ISUZU	2 511	3 268	3 762	15%	6,9%
FIAT	3 722	3 557	3 541	0%	5,6%
HYUNDAI	1 144	3 082	3 032	-2%	5,6%
TOYOTA	1 859	2 573	2 792	9%	5,2%
FORD	2 340	2 527	1 616	-36%	3,0%

Source : ATTT

*Les marques européennes détiennent près de 60% du marché des véhicules légers en 2015*

## Part de marché par marque

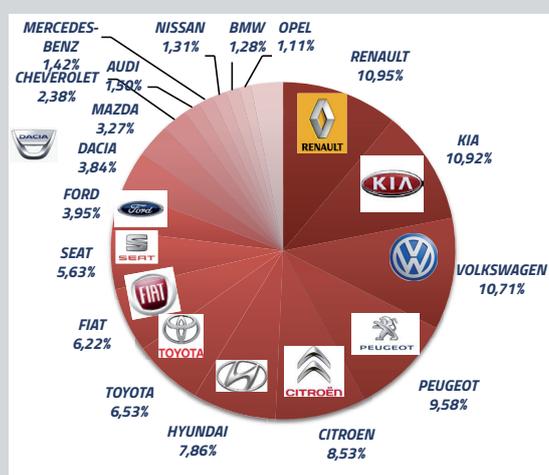
Les marques européennes restent les plus vendues en Tunisie et accaparent près de 60% du marché. Ceci étant, ces dernières années, les marques asiatiques commencent à faire leurs percées et s'assurent des parts de plus en plus importantes vue le rapport qualité/prix offert et qui répond de mieux en mieux aux attentes du tunisien.

Le classement par marque, fait apparaître CITROEN comme la marque des véhicules légers la plus vendue en 2015 et ce pour la deuxième année consécutive. En effet, la société AURES Auto (filiale de la holding UADH) concessionnaire officiel de la marque CITROEN, a réussi à consolider sa place de leader en 2015 avec 6 731 VL vendus soit une part de marché de 12,4%.

La marque allemande, VOLKSWAGEN, vient au deuxième rang suite à la commercialisation de 5 433 VL en 2015 (soit une PDM de 10%) suivie par la marque française PEUGEOT (9,7% de PDM) alors que la marque RENAULT se trouve à la 4ème place en dépit d'une légère baisse du nombre des VL vendus en 2015.

Concernant les marques sud-coréennes, KIA vient de se hisser à la 5ème place alors que la marque HYUNDAI (qui a bien cartonné en 2014) se trouve toujours à la 8ème place.

## Les PDM des véhicules particuliers par marque en 2015



## Part de marché par segment

Sur l'ensemble des véhicules légers, les véhicules particuliers se taillent la part du lion avec 71,3% en 2015 contre 28,7% pour les véhicules utilitaires.

En 2015, 38 634 véhicules particuliers ont été vendus en légère hausse de 1,11% par rapport à 2014.

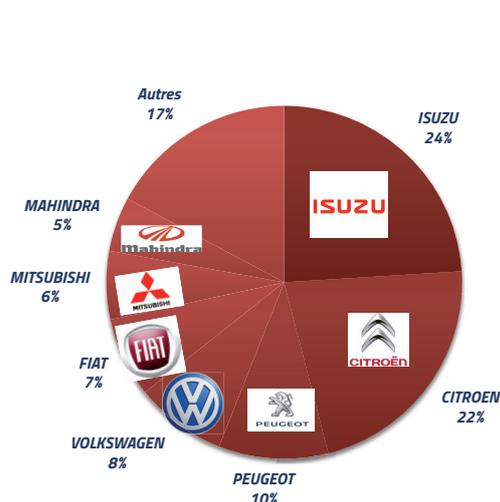
Sur ce segment, RENAULT, a arraché la première place avec une part de marché de 10,95% devançant de peu (14 véhicules seulement) la marque Sud-coréenne, KIA, qui a porté sa PDM en 2015 à 10,92% (soit 4 210 VP vendus). En 3ème position, on trouve la marque Volkswagen, avec une PDM de 10,7%.

Le nombre de véhicules utilitaires a atteint, en 2015, un niveau historique soit 16 734 unités affichant ainsi une belle progression de 10,44% par rapport à 2014.

Pour les véhicules utilitaires, la marque japonaise ISUZU, représentée officiellement en Tunisie par le concessionnaire Afrique Auto, domine toujours le marché des VU, en 2015, en accaparant près de 24% pour 3 755 unités vendues, juste devant Citroën (3 440 unités) et suivie par la marque PEUGEOT (1 560 unités). À eux trois, ils représentent 56% du marché des véhicules utilitaires en Tunisie, en 2015.

Les marques indiennes apparaissent également dans le classement des TOP 10 des VU les plus vendus en 2015 à savoir la marque MAHINDRA avec 782 véhicules. La nouvelle marque indienne TATA a fait son entrée sur le marché tunisien en 2015, avec la commercialisation de 131 véhicules utilitaires (0,84%), soit plus que FORD (0,59%) et Nissan (0,42%).

### ■ Les PDM des véhicules utilitaires en 2015 par marque



### ■ Le marché d'occasion des véhicules légers

La baisse des quotas d'importation des véhicules neufs (1ères immatriculations) en 2011 a profité au marché parallèle. Selon les chiffres de l'ATTT, les ré-immatriculations ont augmenté à un TCAM de 10,2% sur la même période 2011-2015 pour atteindre les 27 808 véhicules, en 2015.

Ce marché parallèle a atteint son pic historique durant la période 2012-2013 accaparant ainsi près de 36% des véhicules mis en circulation sur le marché tunisien. Depuis 2014 et même 2015, cette part a légèrement baissé pour se situer à 34% (27 808 véhicules) soit **un peu plus de la moitié du marché officiel** (54 203 véhicules).

L'accroissement de la part de marché du circuit parallèle durant les quatre dernières années s'explique par la conjugaison de plusieurs facteurs à savoir:

- ==> Les restrictions à l'importation des véhicules neufs: Une offre des concessionnaires agréés qui ne satisfait pas l'ensemble de la demande .
- ==> La hausse du nombre des tunisiens qui sont à la recherche de la parfaite combinaison entre Véhicule « bonne occasion » et « prix intéressant », surtout après la révolution où le pouvoir d'achat du ménage tunisien a été amoindri.
- ==> Le relèvement de l'âge maximal des véhicules d'occasion importés de 3 ans à 5 ans, en juillet 2012.
- ==> L'avantage en matière de paiement de droits et taxes accordés aux tunisiens résidents à l'étranger pour l'importation de véhicules (Un premier véhicule en franchise totale et un second véhicule avec droit de douane réduit à 25%).
- ==> Le changement des habitudes de consommations chez les européens qui se tournent vers des automobiles plus « écolos » et se débarrassent en conséquence, des anciens véhicules dits « plus polluants » à des prix raisonnables.

### ■ Evolution de la structure du marché des véhicules légers



Source : ATTT

*Un marché d'occasion florissant pour combler l'écart de la demande excédentaire.*

#### TABLEAU DE BORD

- Plus de 1 800 000 véhicules circulent en Tunisie à fin 2014
- 70 à 80 milles voitures sont mises en circulation par an
- 34% du marché est alimenté par le circuit parallèle
- Le taux de motorisation de la Tunisie est de 1 véhicule pour 11 habitants
- Plus de 30 marques sont commercialisées en Tunisie
- 60% des ventes des concessionnaires sont des marques européennes

## Le segment des véhicules industriels

L'offre des véhicules industriels s'adresse à une clientèle professionnelle qui opère aussi bien dans le secteur des services (transport, négoce, etc.) que dans l'industrie. Les véhicules industriels (VI) se classent en deux familles et ce, en fonction des besoins de leurs clients :

- ==> Le matériel de manutention et de travaux publics
- ==> Les véhicules de transport routier qui se classent à leurs tours selon le Poids Total Autorisé à la Charge (PTAC).

### ■ Evolution des premières immatriculations des véhicules industriels



Source : ATTT

Ce segment de véhicules industriels est fortement lié à la conjoncture économique. D'ailleurs entre 2010 et 2014, la croissance a été en dents de scie et au rythme de l'économie tunisienne.

En 2014, les premières immatriculations de VI ont atteint les 3 557 véhicules en hausse de 28,9% par rapport à 2013. C'est le volume de vente le plus haut historiquement et ce grâce à la libéralisation, en 2012, de ce segment qui était auparavant régi par le système des quotas. Désormais le segment des véhicules industriels est devenu autorégulé.

### ■ Evolution des PDM des véhicules industriels

Les marques DISTRI-BUEES	Représentées par	P D M 2014
IVECO	SOTRADIES	24,0%
MAHINDRA	MEDICARDS	21,0%
SUZU	AFRIQUE AUTO	16,7%
RENAULT TRUCKS	ENNAKL VEHICULES Ind	5,8%
SCANIA	DALMAS	5,4%
VOLVO	SETCAR	3,8%
CITROEN	AUTRE AUTO	3,5%
MAZDA	ECONOMIC AUTO	3,4%
HYUNDAI TRUCKS	SOTUDIS	3,4%
VOLKSWAGEN	ENNAKEL AUTOMOBILE	3,1%
MAN	ALPHA MAN	2,9%
FIAT AUTO	LE MOTEUR	2,2%
ASTRA	SOMER	1,5%
MERCEDES	LE MOTEUR	1,4%
PEUGOET	STAFIM	0,8%
DAF	SAM	0,4%
AUTRE	AUTRES	0,7%

Source : ATTT

Près d'une vingtaine de marques de véhicules industriels sont commercialisées en Tunisie. Les trois premières marques ont accaparé un peu plus de 60% du marché en 2014.

Il s'agit d'IVECO avec une PDM de 24%, MAHINDRA avec une PDM de 21% et ISUZU (représentée par la société Afrique Auto) avec 16,7% de PDM. D'ailleurs, le leader historique à savoir la société SOTRADIES (Distributeur de la marque IVECO) a bien confirmé sa place en accaparant à lui seul une PDM de 24% du segment des véhicules industriels durant l'année 2014.

Un autre fait marquant, c'est qu'une année après l'implantation de son unité de production (2013), la marque indienne Minhandra, distribuée par la filiale MEDICARS du groupe Zouari, a occupé en un temps record la 2ème place avec une part de marché de 21% avant même la fameuse marque japonaise ISUZU (16,7%).

*Le marché des véhicules industriels est auto-régulé grâce à sa libéralisation en 2012*



## Repenser le secteur pour une meilleure dynamique

Le secteur automobile est un secteur très dynamique qui crée de l'emploi, aussi bien direct qu'indirect, et participe à hauteur de 100 millions de dinars aux caisses de l'Etat. Mais c'est un secteur qui reste accablé doublement par le système de quota, d'une part, et par la prolifération du marché parallèle d'autre part.

### ■ L'essor du secteur viendra de sa libéralisation

Les opérateurs du marché réclament la libéralisation du secteur des véhicules légers comme c'est le cas pour les véhicules industriels en 2012, un marché qui s'est régulé avec des importations qui ont baissé, un meilleur service et un meilleur rapport qualité prix, encourageant les concessionnaires à fournir de meilleurs services, à étendre leurs réseaux, à créer de l'emploi et donc à développer l'économie.

Selon les professionnels, l'ouverture du marché ne peut qu'améliorer la concurrence, l'investissement et les impôts collectés. Selon Mr Mehdi Mahjoub, porte-parole de la Chambre syndicale des concessionnaires automobiles, « les importations de véhicules ne représentent que 3,2% des importations totales de la Tunisie alors que les exportations du secteur automobile, à travers les PME créées grâce aux concessionnaires automobiles, représentent 40,7% des exportations totales du pays en 2014, soit 9 fois le montant d'importation des véhicules. Donc, le secteur automobile s'autofinance largement ».

### ■ ...Mais aussi de la réorganisation du marché parallèle

Hormis le système de contingent, les opérateurs officiels font face à une concurrence déloyale de la part du marché parallèle qui fournit à lui seul le tiers des besoins annuels du marché. Les dernières mesures gouvernementales, à savoir le relèvement de la limite d'âge des voitures importées de 3 ans auparavant à 5 ans désormais et l'autorisation donnée aux Tunisiens Résidents à l'Étranger (TRE) lors de leur retour définitif outre d'un premier véhicule RS (sans droit de douane), d'un second véhicule avec droit de douane réduit à 25%. Deux mesures qui alimentent bien le marché parallèle mais qui ont aussi des impacts négatifs d'ordre fiscaux, environnementaux et de sécurité routière.

Reste à savoir que le marché de l'occasion est toujours dominé par l'informel. Sa réorganisation en l'intégrant dans l'officiel permettra, selon les spécialistes, de doubler facilement les recettes de l'Etat en provenance de ce secteur, d'encourager l'investissement et de créer de l'emploi.

### ■ Les échanges commerciaux de l'industrie automobile en Tunisie

en mDT	2010	2011	2012	2013	2014
Importations des voitures de tourisme	1 109,2	869,0	1 244,1	1 317,6	1 335,5
en % des importations totales	3,5%	2,6%	3,3%	3,3%	3,2%
Exportation des industries mécaniques et électriques	8 070,9	9 277,5	9 714,8	10 364,6	11 574,1
en % des exportations totales	34,3%	37,0%	36,6%	37,4%	40,7%

Source : INS

D'ailleurs, le Maroc, qui a aussi un marché informel très présent et qui alimente 70% du marché a tenté cette expérience et les concessionnaires ont investi ce marché parallèle. Plusieurs opérateurs ont créé des filiales dédiées à l'instar de Sopriam (Peugeot et Citroën), Fiat ou Mercedes. Ils ont bénéficié d'un traitement fiscal favorable qui a été introduit à partir de 2013 : la revente de voitures d'occasion est soumise à une taxe sur la valeur ajoutée qui représente l'équivalent de la TVA sur la marge bénéficiaire alors qu'auparavant il fallait s'acquitter, à chaque revente, d'une TVA de 20% sur le prix global.

L'initiative a été accueillie favorablement par les professionnels marocains du secteur. Elle a permis d'organiser le marché de l'occasion, et favoriser également la reprise et la fidélisation des clients qui optent pour la même marque. C'est un pas pour encourager le renouvellement. Les voitures d'occasion seront contrôlées par les services spécialisés des concessionnaires.





## Aperçu général sur les concessionnaires automobiles cotés à la bourse de Tunis

Sur la vingtaine de concessionnaires automobile que compte le marché tunisien, quatre sont cotés à la bourse de Tunis : ARTES, CITY CARS, ENNAKL Automobiles et UADH. Ces quatre concessionnaires accaparent à eux seuls plus de 52% de part de marché sur le segment des véhicules légers et constituent une capitalisation boursière de 1 128 MDT soit à peine 5,8% de la capitalisation boursière totale (à la date du 06 juin 2016). Les bénéfices des concessionnaires automobiles, en 2015, ont affiché une hausse de 37% à 100,1 MDT.

### ■ Données financières et boursières

en MDT	ARTES	CITY CARS	ENNAKL	UADH
Chiffre d'affaires	198,3	146,9	350,10	368,5
PDM (M)	12,9%	7,8%	15,7%	15,7%
Résultat d'Exploitation	33,2	17,4	41,8	27,9
Résultat Net	32,6	16,2	36,5	14,8
Trésorerie Nette	136,8	25,1	69,9	4,8
BFR	-12,4	0,2	-24,9	-34,8
Taux de marge commerciale	11,6%	15,2%	16,6%	19,7%
Taux de marge d'exploitation	16,7%	11,8%	11,9%	7,8%
Taux de marge nette	16,5%	11,1%	10,4%	4,0%
Capitalisation Boursière	325,1	216,0	413,1	174,4
P/E 2016e	9,1	12,3	10,6	9,5
P/BV 2015	2,3	5,5	3,3	1,7
Div yield 2016e	7,4%	5,8%	5,2%	3,6%
YTD 2016	39,8%	18,6%	17,7%	-35,2%



Sur le premier trimestre 2016, ces quatre concessionnaires ont affiché une nette croissance de 48 % de leurs revenus par rapport à la période correspondante en 2015 (de 171 MDT au 1T2015 à 243 MDT au 1T2016) grâce à la hausse respective de leurs volumes de ventes de véhicules neufs. Une telle évolution est expliquée par la dynamique de ce secteur et le relèvement progressif du quota d'importation des véhicules neufs. D'ailleurs à la fin du 1T2016, l'ensemble du secteur a affiché une croissance de 29% alors que le marché parallèle a connu une baisse de 10,22%, ce qui démontre une autorégulation du marché en attendant son éventuelle libéralisation.

En bourse, les cours de ces sociétés ont bien reflété cette situation dans la majorité des cas. ARTES affiche actuellement la plus forte performance du secteur soit +39,8 %, suivi par City Cars (+18,6%) et Ennakl (+17,7%). Par contre, UADH affiche un rendement annuel négatif de 35,2% (à la date du 06/06/2016), reflétant encore une moindre profitabilité et rentabilité de la société par rapport à ses pairs.

### ■ Indicateurs d'activité au 31/03/2016

en mDT	Revenus			Taux de la marge commerciale	
	1T2016	1T2015	Var	1T2016	1T2015
ARTES	38,0	14,0	171,4	15,8%	21,4%
CITY CARS	35,1	32,9	6,7%	14,2%	15,2%
ENNAKL	86,0	58,0	48,3%	16,3%	15,5%
UADH	84,0	67,0	25,4%	19,0%	20,9%

# Données comparatives

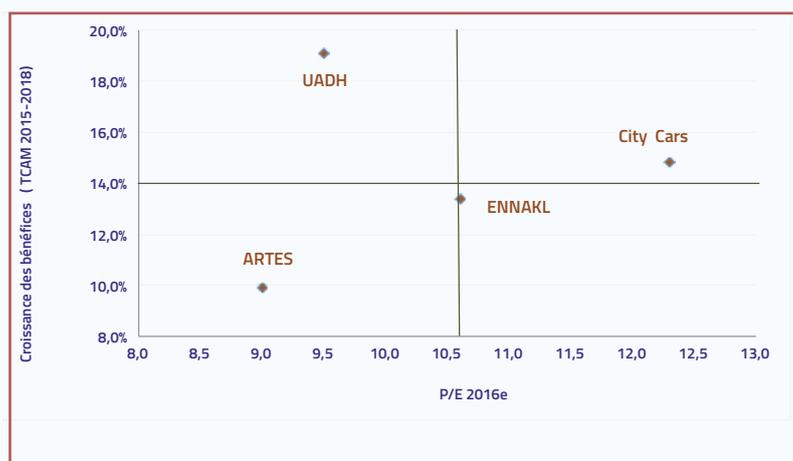
## ■ Indicateurs d'exploitation

		TCAM 2012-2015	TCAM 2015-2018
Chiffre d' Affaires	ARTES	-1,2%	10,0%
	CITY CARS	20,4%	14,0%
	ENNAKL	9,8%	12,0%
	UADH	6,8%	6,4%
Excédent Brut d'Exploitation	ARTES	6,6%	11,2%
	CITY CARS	17,8%	18,4%
	ENNAKL	47,5%	12,8%
	UADH	13,1%	7,5%
Résultat Net	ARTES	9,5%	9,9%
	CITY CARS	24,8%	14,8%
	ENNAKL	44,1%	13,4%
	UADH	45,5%	19,1%

## ■ Indicateurs de valorisation

	ARTES	CITY CARS	ENNAKL	UADH
<b>Valorisation économique</b>				
Valeur d'Entreprise / chiffre d'affaires	0,8	1,1	0,9	0,4
Valeur d'Entreprise / EBE	4,8	9,1	7,0	4,7
<b>Valorisation de marché</b>				
P/E	9,0	12,3	10,6	9,5
P/BV	2,1	4,8	2,9	1,9
Rendement Dividende	7,4%	5,8%	5,2%	3,6%

## ■ Les valorisations marché



## ■ Les marges d'exploitation (%)

		Moyenne 2012-2015	Moyenne 2016-2018
Marge Commerciale	ARTES	16,5%	15,6%
	CITY CARS	16,1%	16,3%
	ENNAKL	14,2%	18,5%
	UADH	19,0%	19,2%
Marge de EBE	ARTES	14,7%	17,6%
	CITY CARS	12,6%	13,0%
	ENNAKL	8,1%	13,1%
	UADH	9,2%	9,6%
Marge Net	ARTES	13,4%	16,3%
	CITY CARS	11,2%	18,0%
	ENNAKL	6,4%	10,4%
	UADH	3,3%	5,2%



# La Société Automobile Réseau Tunisien et Service -ARTES -

Acheter



Juin 2016  
Cours actuel : 8,50 DT

## Le leader historique des véhicules particuliers

ARTES a fait preuve d'une bonne résistance dans un contexte économique difficile. En effet et malgré le grand décalage des importations des véhicules neufs constaté au cours du 1T2015, le retard a été pratiquement rattrapé en un an à peine et le groupe a bien confirmé sa position de leader du segment véhicules particuliers avec la marque RENAULT pour la 2ème année consécutive.

Malgré le repli du nombre des véhicules vendus (toutes marques confondues), le groupe affiche toujours des marges en nette amélioration grâce à un mix produit diversifié et une structure de coûts souple.

Côté structure financière, le groupe dispose d'une trésorerie largement excédentaire lui permettant d'une part de maintenir sa capacité bénéficiaire grâce aux revenus de placement et d'autre part d'adopter une politique de distribution de dividende assez généreuse et récurrente.

Etant un acteur majeur de la distribution automobile en Tunisie et leader, depuis des années, du segment des véhicules particuliers, ARTES constitue un choix d'investissement opportun et à profil de risque modéré. Avec un bon rendement dividende, un multiple des bénéfices faible P/E 2016e de 8,96 nous considérons qu'ARTES constitue une valeur de fonds de portefeuille et nous recommandons l'ACHAT du titre.

Structure de l'actionariat	
Famille MZABI	61,42%
ABU DHABI FUND	9,32%
PAN -ARAB INVESTMENT	4,41%
GULF CAPITAL INTER H	4,21%
Public	20,64%

Données Boursières	
Nombre de titres	38 250 000
Valeur nominale	1 DT
Cours ( 07 /06/2016)	8,50 DT
Capi Boursière MDT	325,13
Performance 2016 ARTES	39,80%
Tunindex	9,69%
Haut / Bas ( 2016 )	9,27 DT / 6,0 DT



Ratios de valorisation	2014	2015	2016 E
VE / CA	0,93	0,95	0,84
VE / EBE	6,45	5,56	4,79
P / E	11,78	9,91	8,96
P / B	2,61	2,33	2,09
Div Yield	6,0%	9,4%	7,4%

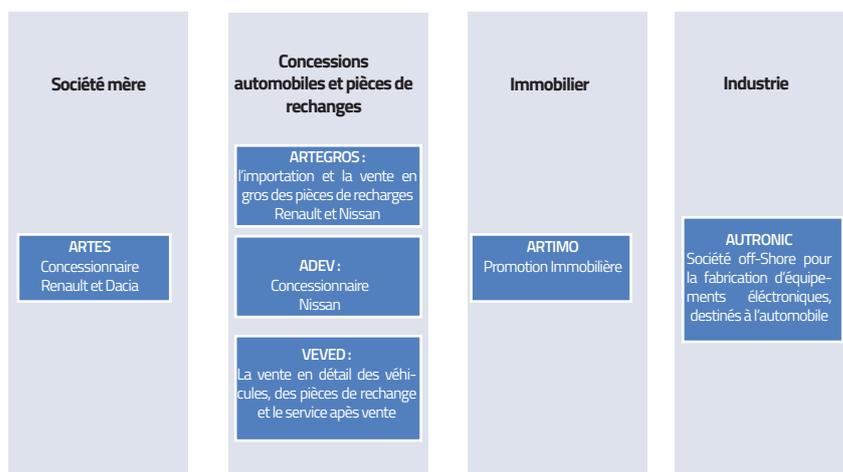
## Présentation du groupe ARTES

Créée en 1947, la Société Automobile Réseau Tunisien et Service ARTES (ex-Renault Tunisie) est spécialisée dans la vente en détail de véhicules neufs, de pièces de rechange et du service après vente des marques Renault, Nissan et Dacia.

La société ARTES est également la société mère du groupe ARTES incluant cinq filiales à savoir ARTEGROS, ADEV, AUTRONIC et la filiale ARTIMO (dont l'activité est la promotion immobilière).

En 2015, le groupe ARTES a pu commercialiser près de 7 003 véhicules (toutes marques confondues) se positionnant, pour la 2ème année consécutive, au troisième rang du classement général avec une part de marché de 11,8%. Sur le segment des véhicules particuliers, la marque au losange RENAULT, a confirmé sa place de leader avec près de 4 225 véhicules vendus soit une part de marché de 10,95% et ce grâce aux modèles phares SYMBOL et Clío.

Chiffres clés du groupe (en MDT)	2014	2015	2016E
Revenus	202,4	198,3	225,1
EBE	29,2	33,9	39,3
Résultat Net	27,6	32,8	36,3
Capitaux propres	124,4	139,7	155,7
Endettement Net	-100,3	-136,8	-145,1



## Analyse Financière du groupe

Suite à l'arrêt du programme général d'importation des véhicules au dernier trimestre 2014, les ventes d'ARTES ont considérablement baissé en 2014.

Une situation qui a perduré en 2015 avec le retard de livraison des véhicules et la perturbation causée par le changement dans le nouveau mode de calcul des quotas, le groupe ARTES a encore vu ses ventes baisser en 2015. Ainsi le nombre de véhicules vendu est passé de 8499 en 2013 à 7003 en 2015.

La baisse des ventes a surtout concerné RENAULT et NISSAN alors que les ventes de la marque DACIA ont été en progression. Malgré ceci, RENAULT est restée la marque la plus vendue sur le segment des véhicules particuliers reflétant encore une fois le bon positionnement de cette marque française sur le marché tunisien.

La baisse des volumes des ventes de véhicules neufs a lourdement impacté la marge commerciale du groupe qui est passée d'une moyenne de près de 37 MDT sur les trois dernières années à 23 MDT en 2015. A l'instar des autres concessionnaires, il semblerait que le groupe a préféré maintenir ses prix de vente malgré la dépréciation du dinar face à l'Euro afin de privilégier le volume des ventes en 2015, base de calcul du quota de 2016.

Grâce à une stratégie de maîtrise des charges opératoires, la baisse des revenus n'a pas altéré l'EBE du groupe qui a augmenté de 16% à près de 34 MDT, soit son plus haut niveau sur les 4 dernières années.

La force du groupe réside également dans sa trésorerie confortable qui a dépassé les 137 MDT en 2015 laissant apparaître des revenus de placement de plus de 7,7 MDT un niveau qui reste récurrent sur les trois dernières années permettant de préserver et d'assurer la croissance du bottom line. Ainsi, et malgré la baisse de 2% du CA en 2015, le résultat net consolidé du groupe ARTES a atteint son pic de 32,6 MDT en hausse de 19,4% par rapport à 2014. Le taux de la marge nette ressort à 16,4% en 2015 nettement supérieur à celui de ses concurrents.

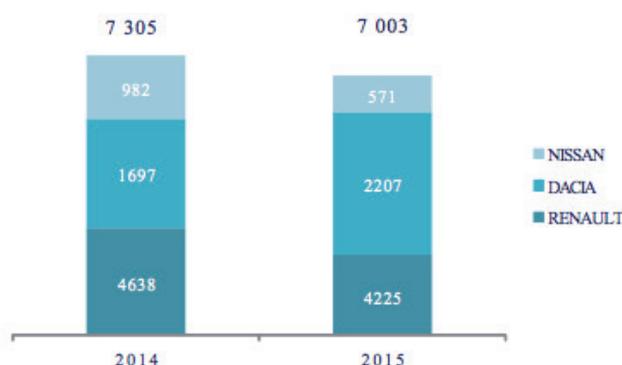
Evolution du CA consolidé (en MDT)	2013	2014	2015	TCAM
CA Véhicules neuf <i>en %</i>	203,9 89,2 %	178,7 88,3 %	174,8 88,1 %	-7,4 %
CA de pièces de rechanges <i>en %</i>	22,9 10,0 %	24,1 11,9 %	24,1 12,2 %	2,6 %
Autres <i>en %</i>	1,9 0,8 %	-0,4 -0,2 %	-0,6 -0,3 %	n.s
Total	228,7	202,4	198,3	-6,9 %



Evolution de la structure financière 2012-2015				
En MDT	2012	2013	2014	2015
Fonds de Roulement	80,7	99,5	109,6	122,9
Besoin en Fonds de Roulement	-5,0	-21,6	10,6	-12,4
Trésorerie	87,3	121,7	100,8	137,3
Endettement Net	-86,5	-121,3	-100,3	-136,8

Evolution des ratios de rentabilité 2012-2015					
En MDT	2012	2013	2014	2015	TCAM 2012-15
CA consolidé <i>Var %</i>	205,7	228,7 11%	202,4 -11%	198,3 -2%	-1,2%
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en %</i>	35,7 17,4%	39,4 17,2%	40,1 19,8%	23,0 11,6%	-13,6%
EBE <i>Marge d'EBE</i>	28,0 13,6%	31,6 13,8%	29,2 14,4%	33,9 17,1%	6,6%
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle</i>	26,6 12,9%	30,7 13,4%	28,3 14,0%	33,2 16,7%	7,7%
Résultat financier	4,2	7,1	8,8	7,5	21,3%
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette</i>	24,8 12,1%	26,5 11,6%	27,3 13,5%	32,6 16,4%	9,5%

### ■ Répartition des ventes par marque



## Réalisations du premier trimestre 2016

L'année 2016 s'annonce bonne pour le groupe ARTES en termes de ventes puisqu'au 1T2016 le chiffre d'affaires de la société mère a plus que doublé par rapport au 1T2015 (+176%) pour atteindre 38,43MDT soit près de 1 050 véhicules vendus sous la marque Renault (PDM 8,36%).

Cette performance exceptionnelle est, en effet, expliquée par la régression du nombre des véhicules vendus au 31/03/2015, suite au décalage des importations des véhicules neufs imposés par la libération tardive de la première tranche du quota au titre de l'année 2015 ce qui a affecté notamment le chiffre d'affaires du premier trimestre 2015.

Sous le poids de la hausse de l'Euro face au dinar tunisien, le coût d'achat a évolué à un rythme plus rapide que les revenus ce qui a laissé ressortir un taux de marge commerciale de 17,4% contre 20,4% au 31/03/2015.

Indicateurs d'activités au 31/03/2016			
En MDT	1T 2016	1T 2015	VAR
Total des Revenus (HT)	38,44	13,92	176,1 %
Coût d'achat des marchandises	31,75	11,08	186,6 %
Marge Commerciale	6,69	2,84	135,6 %
Taux de marge	17,4 %	20,4 %	-
Résultat financier	1,61	1,06	51,9 %
Trésorerie nette	104,07	76,06	36,8 %
Nombre de points de vente	25	26	-

## Perspectives d'avenir

Les perspectives à court terme d'ARTES et comme tout autre concessionnaire automobile en Tunisie, restent forcément tributaires des quotas d'importation ainsi que sa force commerciale à écouler des véhicules sur le marché tunisien. Etant le leader du segment véhicules particuliers, la marque RENAULT reste appréciée par le consommateur tunisien mais ARTES, devrait doubler d'effort dans le but de s'éloigner de son concurrent direct City Cars avec sa marque sud-coréenne KIA qui offre aussi un rapport qualité/prix répondant de plus en plus au pouvoir d'achat du tunisien.

Le groupe ARTES, avec ses trois marques représentées Renault, Nissan et Dacia, continuera également à proposer les différentes gammes dans différents segments ce qui lui permettra de réaliser un TCAM de son chiffre d'affaires de l'ordre de 10% durant ses trois prochaines années.

Selon nos estimations, avec la progression des ventes le taux de la marge commerciale du groupe devrait se situer autour d'une moyenne de 15,5% pour la prochaine période (contre une moyenne de 15,85% sur les quatre dernières années) et ce grâce à un mix produit plus intéressant, un pouvoir de négociation avec les fournisseurs et une force commerciale plus agressive tout en essayant de maintenir ses prix de vente pour préserver son positionnement. Le groupe continuera également à miser sur l'activité après vente et la vente des pièces de rechange à plus fortes marges.

ARTES continuera aussi à maîtriser ses charges opératoires pour laisser apparaître une évolution de l'EBE de 11,2% sur la période 2015-2018. La marge d'EBE devrait également se trouver à une moyenne de 17,4% durant la même période contre une moyenne de 14,7% sur les quatre dernières années.

En plus de l'amélioration de la profitabilité et grâce à la trésorerie excédentaire qui dégage des rendements récurrents, ARTES pourra maintenir et renforcer sa capacité bénéficiaire qui affichera un TCAM de 9,9% sur la période 2015-2018.

Compte de résultat prévisionnel (en MDT)	2015	2016E	2017E	2018E	TCAM 2015-18
CA consolidé	198,3	225,1	240,0	264,0	10,0%
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en%</i>	23,0 11,6%	34,6 15,4%	37,0 15,4%	42,1 15,9%	22,3%
EBE <i>Marge d'EBE</i>	33,9 17,1%	39,3 17,5%	42,0 17,5%	46,6 17,7%	11,2%
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle</i>	33,2 16,7%	38,3 17,0%	41,0 17,1%	45,6 17,3%	11,2%
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette</i>	32,8 16,5%	36,3 16,1%	39,2 16,3%	43,5 16,5%	9,9%

Source : Prévisions MAC SA



## Comportement boursier et recommandation

Sur le marché boursier, le titre ARTES s'échange actuellement près de son plus haut niveau historique et ce depuis son introduction en 2008. Le cours a été fortement pénalisé en 2015 avec une contre performance de 19%, mais depuis le début de 2016, le titre s'est nettement redressé suite aux bonnes réalisations financières de l'exercice 2015, l'augmentation du niveau de dividende et la nette amélioration des ventes au 1T2016. Ainsi, le titre affiche une performance 2016 YTD de 39,8%, soit la meilleure hausse du secteur.

En date du 07/06/2016	P/E 2016e	P/BV 2015	Div Yiled 2016e	YTD
ARTES	8,96	2,3	7,4 %	39,80 %
Moyenne Secteur	9,9	2,9	6,0%	10,40%
Moyenne Marché	12,7	1,8	4,0 %	9,69 %

Même si le cours a bien augmenté depuis le début de l'année, ARTES s'échange actuellement à des niveaux de valorisation très attrayant par rapport à son secteur mais aussi par rapport au marché. Avec un P/E 2016e de 8,96x et un rendement dividende de 7,4%, ARTES constitue une des meilleures valeurs du marché.

Etant un acteur majeur de la distribution automobile en Tunisie et leader depuis des années du segment des véhicules particuliers, ARTES constitue un choix d'investissement opportun et à profil de risque modéré. Avec une trésorerie largement excédentaire permettant une politique de distribution de dividende généreuse et récurrente (un payout moyen de 80%), une structure de coût souple lui permettant de maintenir ses niveaux de rentabilité, nous considérons qu'ARTES constitue une valeur de fonds de portefeuille et nous recommandons l'ACHAT du titre.

### L'outsider qui confirme bien sa position

Représentant officiel de la marque coréenne KIA en Tunisie depuis 2017, City Cars a montré une très forte capacité d'adaptation aux besoins du marché tunisien. Avec une forte stratégie commerciale, la marque a été propulsée au rang de challenger (sur le segment des véhicules particuliers) pour dépasser des marques bien plus anciennes sur le marché tunisien.

Ce positionnement a été accompagné par une croissance à deux chiffres des revenus (TCAM 20,4%) et une capacité bénéficiaire qui a doublé en trois ans. Le groupe affiche aussi une structure financière saine avec des fonds propres en progression, un faible endettement et une trésorerie abondante permettant une politique de distribution de dividende généreuse (une moyenne de 75%).

A l'instar du reste du secteur, les perspectives restent tributaire de la libéralisation du secteur. Ceci étant, City Cars mise sur une stratégie de proximité avec l'accroissement du nombre de points de vente et une stratégie de diversification à travers la pénétration du segment des véhicules utilitaires avec l'arrivée du premier pickup KIA « K2700 » en Tunisie courant le mois de novembre 2015. Un segment prometteur et profitable où la marque coréenne est quasiment absente. De plus, et dans la perspective d'un changement de la loi, City Cars envisage également le développement de l'activité de commerce des véhicules d'occasion, un créneau qui pourrait devenir une niche assez lucrative pour les concessionnaires automobiles tunisiens.

A ce niveau de cours, City Cars s'échange à un multiple des bénéfices 2016e de 12,3x et un rendement dividende de 5,8%, des niveaux relativement moins attrayants que Artes et Ennaki, mais qui restent tout de même assez intéressants vue la croissance attendue. Ainsi, compte tenu de la forte stratégie commerciale du groupe, de la solidité financière, l'adossement à deux groupes d'affaires tunisiens réputés ainsi que la stratégie généreuse de distribution de dividendes, nous sommes positifs sur le titre City Cars et nous recommandons le titre à l'ACHAT.

Structure de l'actionariat	
Automobile Investment Company	56,5%
Tunisian Investment Cars (TIC)	10,0%
CTKD	5,0%
Public	28,5%

Données Boursières	
Nombre de titres	13 500 000
Valeur nominale	1 DT
Cours ( 07/06/2016)	16,00 DT
Capi Boursière MDT	216,000
Performance 2016	
City cars	18,60%
Tunindex	9,69%
Haut / Bas ( 2016 )	16,48 DT / 13,12 DT



Chiffres clés du groupe (en MDT)	2014	2015	2016 E
Revenus	120,1	146,9	167,5
EBE	15,4	18,0	20,9
Résultat Net	13,8	16,2	17,6
Capitaux propres	34,0	39,4	45,1
Endettement Net	-34,7	-25,1	-46,8

Ratios de valoration	2014	2015	2016 E
VE/ CA	1,59	1,30	1,14
VE / EBE	12,41	10,62	9,12
P / E	15,7	13,3	12,3
P / B	6,38	5,50	4,84
Div Yield	7,4%	6,8%	5,8%

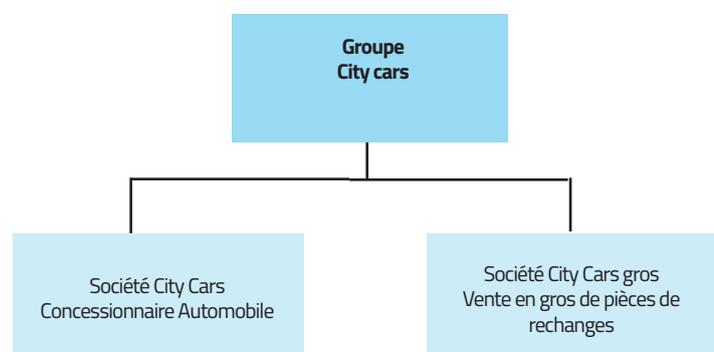
### Présentation du groupe CITY CARS

Créée en Août 2007, la société City Cars est le distributeur officiel de la marque KIA en Tunisie. En 2010 et en application de la législation relative au commerce de distribution (loi 2009-69 du 12 août 2009) qui impose aux concessionnaires de séparer les activités de détail et de gros, City Cars a constitué une société dénommée City Cars Gros pour y loger l'activité d'importation et de commercialisation en gros de pièces de rechange automobile et tous produits accessoires de véhicules.

En 2012, le consortium «Groupe Hédi Bouchamaoui–Groupe Chabchoub» est devenu l'actionnaire de référence de City Cars suite à l'acquisition d'un bloc d'actions de 66,7% du capital, dans le cadre de la privatisation des sociétés confisquées.

En terme de positionnement, City Cars s'est focalisée sur la branche des véhicules légers (VL) et plus précisément sur le segment des véhicules particuliers (VP). Avec une part de marché de 7,8% la marque KIA a occupé, en 2011, la 5ème place pour les véhicules légers tout en restant le premier constructeur non européen du classement.

Sur le segment véhicules particuliers, la marque KIA s'est positionnée à la 2ème place avec 10,2% de part de marché à fin 2015 boostée principalement par la vente du modèle phare RIO qui a connu un succès impressionnant (le modèle le plus vendu sur le marché tunisien en 2015) vu le bon rapport qualité /prix que présente ce modèle.



## Analyse Financière du groupe

En 2015, les revenus du groupe City Cars ont progressé, de 21,6% par rapport à 2014 atteignant ainsi 146,9MDT soit un taux de réalisation +101,3% des prévisions du BP d'introduction en bourse.

En quantité, le nombre de véhicules légers (principale source du CA), ont dépassé, au 31/12/2015, le seuil des 4 200 véhicules (passant de 3 843 véhicules en 2014 à 4 2015 voitures immatriculés en 2015) profitant pleinement du nouveau système de quota. Ceci a permis à la marque KIA d'accroître sa part de marché de 0,3 point pour atteindre 7,8% et de conserver la cinquième place du marché des VL.

Evolution du CA consolidé ( en MDT)	2013	2014	2015	TCAM
CA Véhicules neufs <i>en %</i>	94,9 95,6%	114,4 95,3 %	140,1 95,4 %	21,5 %
CA de pièces de rechanges <i>en %</i>	4,1 4,1%	5,3 4,4%	6,2 4,2%	23,0%
Autres <i>en %</i>	0,3 0,3%	0,4 0,3%	0,6 0,4%	41,4%
<b>Total</b>	<b>99,3</b>	<b>120,1</b>	<b>146,9</b>	<b>21,6%</b>

En ce qui concerne les ventes des pièces de rechange, leur contribution demeure faible (4,2% du CA en 2015) vu que le parc de véhicules sous la marque KIA est encore récent. Ceci étant, cette branche d'activité est en hausse sur les 3 dernières années compte tenu de l'augmentation du parc automobile sous la marque KIA, de son vieillissement progressif et de l'extension du réseau d'agences.

En parallèle avec la hausse continue des revenus, la marge commerciale a été également en progression (TCAM 2012-2015 de 16,7%). Par contre, le taux de la marge a reculé, en 2015, en passant de 16,5% en 2014 à 15,2% en 2015 soit le niveau le plus faible depuis 2012. Cette baisse est expliquée d'une part par l'augmentation du coûts d'achat des véhicules suite au glissement du Dinar tunisien principalement et d'autres part, par la préservation du prix de vente des véhicules. Une approche prise par le management dans le but d'optimiser le volume des ventes tout en assurant un bon positionnement prix par rapport à la concurrence.

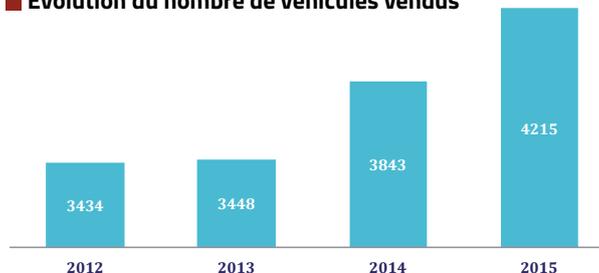
Malgré le développement du réseau qui passe de 8 points de vente en 2013 à 11 points de vente en 2015, les charges opératoires affichent une croissance maîtrisée soit une évolution moyenne de 7,5% entre 2013 et 2015. Ainsi, et malgré la baisse de 130 pb de la marge commerciale, le taux de la marge d'EBE a été préservé au-dessus de 12% soit 12,3% à fin 2015 contre 12,8% en 2014.

Evolution de la structure financière 2012-2015	2012	2013	2014	2015
En MDT				
Fonds de Roulement	17,1	21,2	26,3	27,2
Besoin en Fonds de Roulement	-8,5	-7,3	-11,1	0,2
Trésorerie	25,6	28,5	37,4	27,0
Endettement Net	-25,6	-28,5	-34,7	-25,1

## Réalisations du premier trimestre 2016

Au 1T2016, avec 1318 véhicules neufs vendus les revenus de City Cars ont atteint 35MDT en progression de 6,5%. La marque KIA occupe ainsi, au 1T2016, la place de leader sur le marché des véhicules particuliers avec une PDM de 14,8%. Cette belle performance a été accompagnée par une amélioration du taux de la marge commerciale de 100 point de base à 15,1% à fin mars 2016.

## Evolution du nombre de véhicules vendus



Evolution des ratios de rentabilité 2012-2015	2012	2013	2014	2015	TCAM 2012-15
En MDT					
CA consolidé <i>% Variation</i>	84,2	99,3 18%	120,1 21,0%	146,9 22,0%	20,4%
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en%</i>	14,1 16,7%	16,0 16,1%	19,8 16,5%	22,4 15,2%	16,7%
EBE <i>Marge d'EBE en %</i>	11,0 13,1%	12,2 12,3%	15,4 12,8%	18,0 12,3%	17,8%
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle en %</i>	10,4 12,4%	13,0 13,3%	15,5 12,9%	17,4 11,8%	18,7%
Résultat financier	0,7	2,5	2,8	3,0	62,4%
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette en %</i>	8,3 9,9%	12,3 12,4%	13,8 11,5%	16,2 11,5%	25,0%

Avec une trésorerie excédentaire et un résultat financier de 3 MDT à fin 2015, le résultat net consolidé du groupe City Cars s'est élevé à 16,2 MDT à fin 2015 contre 13,8 MDT en 2014 soit une progression de 17,4%. Un niveau en ligne avec les prévisions du BP d'introduction en bourse à hauteur de 95,3%.

Côté structure financière, le groupe City Cars affiche un très faible endettement brut (2,7 MDT à fin 2015) alors que la trésorerie est nettement excédentaire de 27 MDT quoi qu'en baisse de 27,8% par rapport à 2014. Une baisse qui est venue financer l'accroissement exceptionnel du BFR en 2015. En effet, le niveau du stock à fin 2015, a presque triplé par rapport à son niveau de fin 2014 suite au lancement, au cours du 4T 2015, d'une grosse commande pour bénéficier d'une baisse des prix proposées par le constructeur coréen KIA. De plus, la créance client est passée de 2,19MDT en 2014 à 12,78MDT fin 2015 suite à la concrétisation d'un appel d'offres avec l'Etat tunisien. De plus, les dépenses de construction du nouveau siège sont venues grever la situation de la trésorerie.

Indicateurs d'activités au 31/03/2016	1T 2016	1T 2015	VAR
En MDT			
Total des Revenus (HT)	35,10	32,95	6,5%
Coût d'achat des marchandises	29,80	28,30	5,3%
Marge Commerciale	5,30	4,65	14,0%
Taux de marge	15,1%	14,1%	
Résultat financier	0,39	0,72	-45,8%
Trésorerie nette	32,55	53,83	-39,5%
Nombre de points de vente	11	9	-

## Perspectives d'avenir

Les réalisations antérieures ont été généralement en ligne avec le BP présenté par le groupe lors de son introduction en bourse. Pour l'année 2016, le groupe devrait réaliser un chiffre d'affaires de l'ordre de 168MDT soit une hausse de 14,3% par rapport à l'année 2015.

Au niveau du bottom line, le management a revu ses prévisions à la baisse notamment suite à la dépréciation du dinar. En 2016, le bénéfice net consolidé devrait atteindre les 17,6MDT (contre 20,25MDT prévu au BP) pour passer à 20,4MDT en 2017 et 24,5MDT en 2018 soit un TCAM de 14,8% sur la même période. Pour y parvenir, la stratégie du groupe devrait s'articuler autour des axes suivants:

==> Diversification de la gamme des véhicules commercialisés: le management compte monter en gamme dans la vente des véhicules particuliers afin d'optimiser son mix produit tout en consolidant sa position sur ses marchés actuels.

Durant ces dernières années, City Cars a opéré uniquement sur le segment des véhicules particuliers mais avec la vente de son premier pick-up courant le mois de Décembre 2015, elle a annoncé officiellement la pénétration du segment des véhicules utilitaires qui est un marché très prometteur d'après le management.

==> Elargissement du réseau de distribution et développement du service après vente: Pour une meilleure couverture du territoire et un service de proximité, City Cars compte élargir son réseau de distribution pour le porter à 20 agences à l'horizon 2017.

De nouveaux ateliers et un magasin de pièces de rechange répondant aux normes du constructeur, sont aussi prévus, ce qui va permettre au groupe City Cars d'améliorer ses niveaux de marges.

==> La création d'une nouvelle filiale « Logistic Cars » : Dans le cadre de son développement et la consolidation de ses installations stratégiques, le groupe City Cars compte créer une nouvelle filiale « Logistic Cars » dotée d'un capital social de l'ordre de 2MDT. Il s'agit d'un projet de centre de logistique dans la zone de M'hamdia pour assurer le stockage, la préparation et la livraison des véhicules et qui se fait actuellement sur un terrain de location. Cette filiale devrait exercer son activité pour le compte du groupe City Cars ainsi que pour les autres concessionnaires qui le désirent.

## Comportement boursier

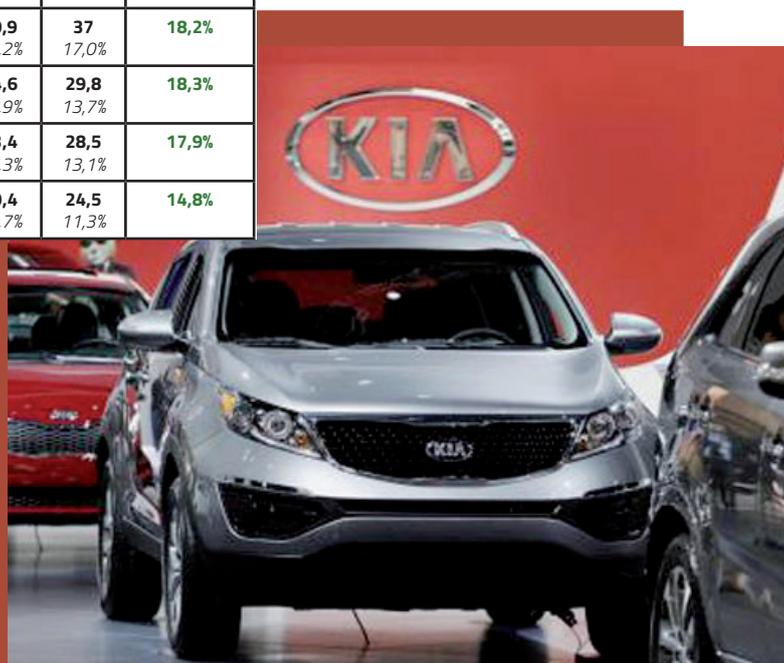
Depuis 2014, le titre City Cars a été bien haussier affichant un rendement de 54% à ce jour (07/06/2016) bénéficiant de ses bonnes performances financières. A ce niveau de cours (16 DT), le titre City Cars s'échange à un multiple des bénéfices 2016e de 12,3x (contre 10,2x pour le secteur) et un multiple des capitaux propres P/B 2015 de 5,5x. Une valorisation moins attrayante, par rapport à ARTES et ENNAKI, mais demeure soutenue par une politique généreuse de distribution de dividendes (avec un payout de 77%) qui fait apparaître un rendement dividende de 5,8%.

En date du 07/06/2016	P/E 2016e	P/BV 2015	DivYield 2016e	YTD
CITY CARS	12,30	5,5	5,8%	18,60 %
Moyenne Secteur	10,19	2,8	6,0%	10,40%
Moyenne Marché	12,70	1,8	4,0%	9,69 %

Par ailleurs et compte tenu de la forte stratégie commerciale du groupe qui l'a propulsé au rang de challenger (sur le segment des véhicules particuliers) pour dépasser des marques bien plus anciennes sur le marché tunisien, de la solidité financière, l'adossement à deux groupes d'affaires tunisiens réputés ainsi que la stratégie généreuse de distribution de dividendes, nous sommes positifs sur le titre City Cars et nous recommandons le titre à l'ACHAT.

Compte de résultat prévisionnel (en MDT)	2015P	2015 R	2016E	2017E	2018E	TCAM 2015-18
CA consolidé	145,0	146,9	167,5	190,9	217,6	14,0%
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en%</i>	26,8 18,5%	22,4 15,2%	26,5 15,8%	30,9 16,2%	37 17,0%	18,2%
EBE <i>Marge d'EBE</i>	21,4 14,8%	18,0 12,3%	20,9 12,5%	24,6 12,9%	29,8 13,7%	18,3%
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle</i>	20,4 14,1%	17,4 11,8%	19,8 11,8%	23,4 12,3%	28,5 13,1%	17,9%
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette</i>	17,1 11,8%	16,2 11,0%	17,6 10,5%	20,4 10,7%	24,5 11,3%	14,8%

Source : Prévisions MAC SA





## Vers une consolidation qualitative des acquis

Cédée en 2012 par l'Etat au consortium Groupe Amen - Poulina Group, ENNAKL automobiles, a franchi de nombreux paliers depuis sa privatisation et a dépassé ses concurrents pour devenir le leader des véhicules légers en Tunisie.

Sanctionné auparavant pour la faiblesse de ses marges, le groupe s'est engagé dans un plan stratégique CAP 2016 pour essentiellement réduire ses coûts et diversifier son offre. Un plan qui commence à porter ses fruits. Avec des coûts plus maîtrisés, les marges se sont redressées et la rentabilité s'est nettement améliorée.

La stratégie commerciale performante mise en place ces dernières années devrait permettre à Ennakl Automobiles de maintenir le cap d'une croissance pérenne et de mieux tirer profit du potentiel du marché qui s'oriente vers une libéralisation (partielle ou totale) prochaine.

Compte tenu de cette position, nous recommandons le titre à l'«Achat». La valorisation attrayante de la valeur et son rendement généreux en dividendes en font une valeur de fonds de portefeuille. Notre opinion est justifiée par les fondamentaux solides du concessionnaire qui bénéficie aussi de l'appui des constructeurs automobiles internationaux avec qui il opère.

Structure de l'actionariat	
PGI-AMEN GROUP	50,59%
POULINA GROUP HOLDING	28,95%
Public sur la place de Tunis	10,46%
Public sur la place de Casablanca	10,00%

Données Boursières	
Nombre de titres	30 000 000
Valeur nominale	1 DT
Cours (07 / 06 / 2016)	13,77 DT
Capi Boursière MDT	413,1
Performance 2016 Ennakl Tunindex	17,69 % 9,69 %
Haut / Bas ( 2016 )	13,8 DT / 11,58 DT

## Présentation ENNAKL Automobiles

Créée en 1965, par un groupement d'entreprises publiques, avec un capital initial de 100 000 DT, elle est spécialisée dans la vente des véhicules légers et industriels pour les marques VOLKSWAGEN et BERLIET.

En 2006, ENNAKL a été privatisée et reprise par la société Princess Holding. Le nouvel actionnaire a ainsi développé la société et a élargi le nombre des marques commercialisées. D'ailleurs, hormis VOLKSWAGEN, Ennakl Automobiles commercialise AUDI, PORSCHE, SEAT et tout récemment SKODA. Elle assure également les pièces de rechange des dites marques ainsi que le service après vente.

En juillet 2010, la société a été introduite en bourse à travers une double cotation: Elle est en effet la seule société tunisienne à être cotée à la fois à la Bourse de Tunis et à la Bourse de Casablanca.

Fin 2012, l'Etat tunisien a cédé la part confisquée de Princess Holding au groupement Perinin-Poulina ( Ben yedder – Ben Ayed) en lui cédant 60% du capital pour un montant de 231,3 MDT.

Le groupe Ennakl Automobiles est constitué à ce jour de la société mère Ennakl Automobiles et d'une société sous son contrôle exclusif (99,99%) baptisée Car Gros

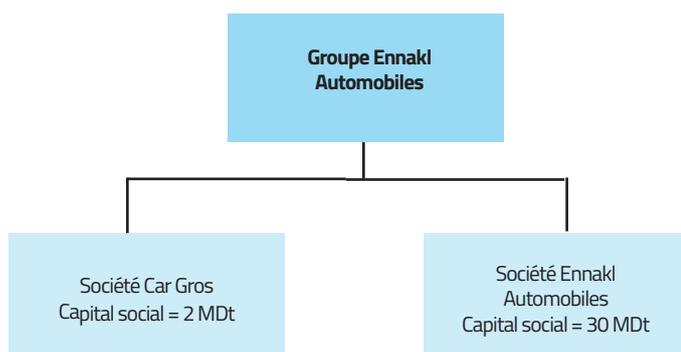
En 2015, Ennakl Automobiles a réalisé d'excellentes performances en étant le leader en termes de Véhicules légers, et ce pour la deuxième année consécutive grâce à la commercialisation de 8 516 unités soit une part de marché de 15,7%. En 2015, le groupe se trouve également à la première position du marché premium avec une part de marché de 32,5%.

Le groupe a développé un large réseau de distribution composé, à ce jour, de 25 agences officielles couvrant les plus grandes villes du territoire tunisien.



Chiffres clés du groupe (MDT)	2014	2015	2016e
Revenus	309,2	350,1	392,1
EBE	31,9	46,5	49,4
Résultat Net	24,7	36,5	39,0
Capitaux propres	103,0	123,9	143,4
Endettement Net	-54,6	-69,9	-68,8

Ratios de valorisation	2014	2015	2016e
VE / CA	1,11	0,98	0,88
VE / EBE	10,76	7,38	6,95
P / E	16,72	11,32	10,59
P / B	4,01	3,33	2,88
Div Yield	5,1%	5,6%	5,2%



## Analyse Financière du groupe

Le groupe ENNAKL a réalisé un CA consolidé de 350,1 MDT en 2015 contre 309,18 MDT en 2014, soit une hausse de 13,23%. Cette croissance à deux chiffres du CA provient essentiellement de la progression de 13,97% du volume des ventes de véhicules neufs suite à la révision à la hausse du quota accordé par les autorités aux concessionnaires.

L'essentiel des revenus est généré par la vente des véhicules neufs (86% des revenus) mais la part du CA pièces de rechanges se développe de plus en plus atteignant 46MDT en 2015, sous l'effet de l'accroissement du parc auto sous les marques commercialisées par le groupe ENNAKL mais aussi grâce à un réseau plus étendu.

Evolution du CA consolidé (en MDT)	2013	2014	2015	TCAM
CA Véhicules neuf <i>en %</i>	260,7 86,8 %	264,2 85,4 %	301,1 86,0 %	7,5 %
CA de pièces de rechanges <i>en %</i>	32,9 11,0 %	41,6 13,5 %	46,0 12,1 %	18,2%
Autres <i>en %</i>	6,7 2,2 %	3,4 1,1 %	3,0 0,9 %	-33,1%
<b>Total</b>	<b>300,3</b>	<b>309,2</b>	<b>350,1</b>	<b>8,0 %</b>

Evolution de la structure financière 2012-2015				
En MDT	2012	2013	2014	2015
Fonds de Roulement	33,2	34,7	40,0	55,2
Besoin en Fonds de Roulement	-36,2	-18,7	-17,2	-24,9
Trésorerie	69,4	53,4	57,3	80,1
Endettement Net	-66,4	-51,8	-54,6	-69,9

Grâce à un meilleur mix-produit et une maîtrise des charges opératoires (TCAM 9,1%), l'EBE a plus que triplé entre 2012 et 2015 laissant apparaître un taux de marge d'EBE de 13,3%, en 2015.

Avec un résultat financier positif provenant d'une trésorerie largement excédentaire, le résultat net consolidé du groupe ENNAKL a atteint un record de 36,5 MDT à fin 2015 contre 24,7 MDT en 2014 et 8,1 MDT en 2013.

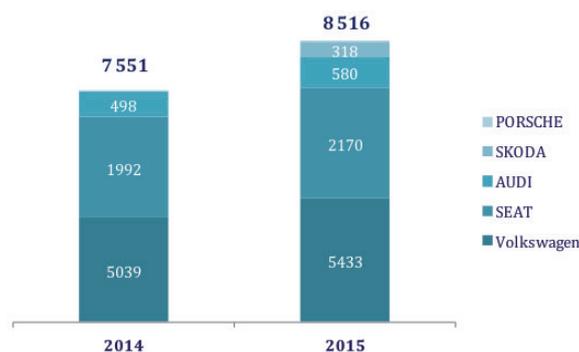
De part la nature de son activité, le groupe ENNAKL dispose d'une trésorerie nette positive provenant essentiellement d'un BFR structurellement négatif justifié par le décalage entre le délai de paiement des clients et le délai règlement fournisseurs de 27,4 jours et 114 jours respectivement.

Le plan stratégique CAP 2016 instauré par les nouveaux actionnaires commence à bien donner ses fruits. Ce plan est axé principalement sur la diversification de l'offre et la maîtrise des coûts. Les retombées ne se sont pas faites attendre : en parallèle avec la hausse des revenus, tous les autres agrégats de l'exploitation ont été également en hausse. La marge commerciale a évolué à un rythme beaucoup plus rapide que le chiffre d'affaires témoignant d'une montée en gamme des véhicules vendus. En 2015, le taux de la marge commerciale a été de 16,6% contre 18,4% en 2014. Il semblerait que le groupe a préféré maintenir ses prix de vente malgré la dépréciation du dinars face à l'Euro afin de privilégier le volume des ventes qui permettra d'assurer un meilleur quota pour l'exercice 2016.



Evolution des ratios de rentabilité 2012-2015					
En MDT	2012	2013	2014	2015	TCAM 2012-15
CA consolidé <i>% Variation</i>	264,4	300,8 14 %	309,2 3 %	350,1 13 %	9,8 %
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en%</i>	24,4 9,2 %	37,8 12,6 %	57,0 18,4 %	58,0 16,6 %	33,5 %
EBE <i>Marge d'EBE en%</i>	14,5 5,5 %	10,3 3,6 %	31,9 10,3 %	46,5 13,3 %	47,5 %
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle en %</i>	10,1 3,8 %	6,5 2,2 %	26,9 8,7 %	41,8 11,9 %	60,6 %
Résultat financier	4,8	5,2	3,0	4,0	-5,9 %
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette en %</i>	12,2 4,6 %	8,1 0,0 %	24,7 8,0 %	36,5 10,4 %	44,1 %

### Evolution du nombre de véhicules vendus



## Réalisations du premier trimestre 2016

Au 1T2016, Ennakl a encore été en tête du peloton avec 2 231 véhicules légers vendus soit une part de marché de 17,75%. La marque historique Volkswagen reste la plus vendue et affiche une progression fulgurante de 56% en termes de nombre de véhicules.

Les revenus du trimestre ont été aussi en ligne avec la hausse des volumes avec un CA en progression de plus de 48% par rapport au 1T2015 à 86,4 MDT.

Malgré la continuation de la dépréciation du dinars face à l'euro, la marge commerciale a augmenté de 69,2% au cours de la même période, laissant apparaître un taux de marge commerciale de 17% s'améliorant de plus de 200 points de base par rapport au 1T2015. Une amélioration impressionnante !!!

Indicateurs d'activités au 1T2016			
En MDT	1T 2016	1T 2015	VAR
Total des Revenus (HT)	86,36	58,14	48,5 %
Coût d'achat des marchandises	71,71	49,48	44,9 %
Marge Commerciale	14,65	8,66	69,2 %
Taux de marge	17,0 %	14,9 %	-
Résultat financier	0,66	0,48	37,5 %
Trésorerie nette	76,64	42,53	7,1 %
Nombre de points de vente	25	25	-

## Perspectives d'avenir

Le plan stratégique CAP 2016 devrait aboutir complètement aux résultats escomptés courant cette année ce qui stabilisera le business model d'ENNAKL. Selon nos estimations, la marge commerciale devrait se situer autour d'une moyenne de 18,5% entre 2016-2018, grâce à un mix produit plus intéressant, un pouvoir de négociation avec les fournisseurs et une force commerciale plus agressive. Elle poursuivra aussi le développement d'un réseau de distribution dédié à chaque marque et la mise en place d'un plan qualité répondant aux standards spécifiques des constructeurs automobile représentés.

Le groupe continuera à développer l'activité pièces de rechange et services après vente qui constitue un vivier de rentabilité clé pour les concessionnaires automobiles et compense, en partie les faibles marges générées par l'activité vente des 'véhicules neufs'.

Durant les trois années à venir, Ennakl continuera, également à se pencher sur sa maîtrise des coûts avec une évolution des charges opératoires de 7,6% sur la période 2016-2019 contre une croissance de 10,1% entre 2012 et 2014 et 7% en 2015. D'ailleurs la marge opérationnelle n'en sera qu'améliorée pour passer d'une moyenne de 5% (entre 2012-2014) à 11,9% en 2015 et à une moyenne de 12% sur les trois prochaines années. Des niveaux qui lui permettront de se rapprocher de son challenger ARTES qui affiche un taux de marge d'exploitation moyen de 14,7%.

2015 a été un exercice exceptionnel pour Ennakl avec un bénéfice qui a dépassé les 35 MDT ce qui équivaut à l'objectif de 2012 selon le BP de l'IPO. Le concessionnaire devrait capitaliser désormais sur ce palier et afficher un TCAM des bénéfices de 13,4% sur la période 2015-2018.

Compte de résultat prévisionnel (en MDT)	2015	2016E	2017E	2018E	TCAM 2015-18
CA consolidé	350,1	392,1	439,2	491,9	12,0%
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en%</i>	58,0 16,6%	70,8 18,1%	81,4 18,5%	93,6 19,0%	17,3%
EBE <i>Marge d'EBE</i>	46,5 13,3%	49,4 12,6%	57,6 13,1%	66,8 13,6%	13,9%
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle</i>	41,8 11,9%	44,4 11,30%	52,6 12,0%	61,8 12,6%	13,9%
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette</i>	36,5 10,4%	39,0 9,9%	45,7 10,4%	53,2 10,8%	13,4%

Source : Prévisions MAC SA



## Comportement boursier et recommandation

Sur le marché boursier, le titre ENNAKL s'échange actuellement à ses plus hauts niveaux depuis son introduction en 2012. Les résultats satisfaisants de 2014 et encore plus ceux de 2015 ont propulsé le cours du titre qui a affiché une performance de près de 20% en 2015 et 17,7% depuis le début de 2016.

En date du 07/06/2016	P/E 2016e	P/BV 2015	Div Yiled2016e	YTD
ENNAKL	10,6	3,3	5,2 %	17,69 %
Moyenne Secteur	9,9	2,9	6,0%	10,40%
Moyenne Marché	12,7	1,8	4,0 %	9,69 %

A ce niveau de cours, le titre Ennakl s'échange à un P/E 2016e de 10,6x un niveaux en ligne avec son secteur et meilleure que le marché. Compte tenu de ces niveaux de valorisation attrayants et du fort potentiel de croissance du secteur, nous sommes positifs sur le titre, qui connaît selon nous un regain d'intérêt surtout avec la consolidation et la confirmation de sa position de leader. Au niveau boursier, le titre garde encore un bon potentiel n'affichant que 17,7% de hausse depuis le début de l'année alors que ARTES affiche 39,8% et City cars 18,6% (à la date du 07 juin 2016). Nous recommandons d'ACHETER le titre à ce niveau de cours qui affiche encore un bon potentiel haussier et offre un rendement dividende intéressant de 5,2%.

# UNIVERSAL AUTO DISTRIBUTORS HOLDING - UADH

Acheter



Juin 2016  
Cours actuel : 4,72 DT

## Un groupe intégré et multicartes

Le groupe UADH se présente aujourd'hui comme un opérateur automobile intégré et multicartes ayant à son actif la représentation des véhicules légers sous les marques Citroën, DS et Mazda mais aussi il est le seul groupe coté qui a la représentation de véhicules industriels sous la marque Renault Trucks. Le groupe englobe aussi la société Gif Filter, spécialisée dans la production et la vente de filtres automobiles.

Grâce à la stratégie de relooking lancée par le constructeur français, CITROËN est la première marque la plus vendue en Tunisie soit une première pour la marque au chevron où c'est dans le seul pays où elle dépasse Peugeot en termes de nombre de véhicules vendus.

La marque MAZDA affiche de bonnes progressions vue la stratégie de repositionnement des véhicules utilitaires vers les véhicules particuliers. Ceci lui a permis d'afficher une part de marché de 3,27% à fin 2015 avec 1 776 premières immatriculations contre 1,4% en 2010.

Le groupe UADH a été introduit en bourse en Mai 2015 afin d'améliorer sa situation financière à travers le remboursement par anticipation d'une partie de la dette et de financer une partie de son plan de développement qui consiste à élargir le réseau de distribution. Compte tenu de la dynamique prévue par le groupe UADH, des prévisions de croissances réalistes et réalisables et des niveaux de valorisation acceptables du groupe, nous pensons que la contre performance de l'action UADH en 2016 ne reflète pas ses fondamentaux et nous considérons que ce niveau de cours comme étant un point d'entrée intéressant. Ainsi, nous recommandons l'ACHAT du titre afin de profiter pleinement d'un éventuel renversement de tendance qui pourrait se déclencher.

Structure de l'actionariat	
Loukil Investment Group	66,69%
Flottant	33,31%
Données Boursières	
Nombre de titres	36 953 847
Valeur nominale	1 DT
Cours ( 07/06/2016)	4,72 DT
Capi Boursière MDT	174,42
Performance 2016 UADH	-35,17%
Tunindex	9,69 %
Haut / Bas ( 2016 )	7,09 DT / 4,72 DT

## Présentation du groupe UADH

Universal Auto Distributors Holding (UADH), filiale du groupe LOUKIL a été créée en 2013, avec un capital initial de 400 000 DT et ce dans le but de restructurer et de réorganiser les sociétés du groupe en pôles métiers.

Le groupe UADH se présente aujourd'hui comme un opérateur automobile intégré et multicartes. C'est le distributeur automobile des véhicules légers sous les marques Citroën, DS et Mazda, et également des véhicules industriels de la marque Renault Trucks ainsi que les chariots élévateurs de la marque TCM. Le groupe englobe aussi une filiale industrielle, spécialisée dans la fabrication des filtres à savoir GIF Filter. En 2015, le groupe UADH a commercialisé 8 507 véhicules

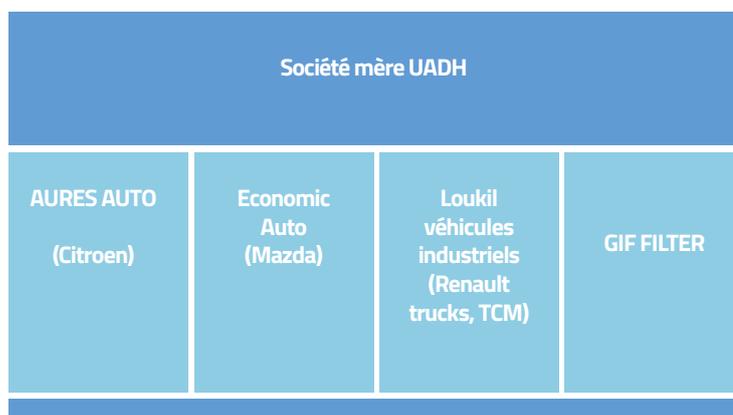
(toutes marque confondues) se positionnant ainsi au deuxième rang du classement général des importateurs des VL à seulement dix véhicules de la première place détenue par son concurrent direct ENNAKL Automobiles.

La marque Citroën a été en tête de liste des marques de VL les plus vendus en Tunisie (3 291 Véhicules Particuliers et 3 440 Véhicules Utilitaires). Avec un total de 6 731 VL, la marque a consolidé sa place de leader et ce pour la deuxième année consécutive avec une PDM de 12,4%. La marque MAZDA a terminé l'année 2015 avec 1 776 véhicules immatriculés enregistrant ainsi une des meilleures évolutions du secteur (+22,65%).



Chiffres clés du groupe ( en MDT)	2014	2015	2016 E
Revenus	143,9	368,5	386,1
EBE	14,7	35,3	35,8
Résultat Net	7,3	14,8	18,3
Capitaux propres	29,5	92,6	91,3
Endettement Net	64,4	-4,8	15,5

Ratios de valorisation	2014	2015	2016 E
VE / CA	1,18	0,46	0,44
VE / EBE	11,54	4,80	4,74
P / E	23,9	11,8	9,5
P / B	5,91	1,88	1,91
Div Yield	0,0%	1,0%	3,6%



## Analyse Financière du groupe

Dans cette partie de l'étude on va focaliser notre analyse sur l'activité « concessionnaire automobiles » principale source de revenus pour le groupe UADH et qui occupe la grande partie du chiffre d'affaires consolidé (près de 81% en 2015).

Sur la période 2013-2015, le CA du groupe s'est amélioré à un rythme moyen de 12,2% clôturant l'année 2015 à 368,5MDT, soit le CA le plus élevé du secteur.

Evolution du CA consolidé ( en MDT)	2013	2014	2015	TCAM
CA Véhicules neufs <i>en %</i>	232,6 79,5%	116,8 81,2%	299,0 81,1%	13,4%
CA de pièces de rechanges <i>en %</i>	45,0 15,4%	18,5 12,9%	64,4 17,5%	19,6%
Autres <i>en %</i>	14,9 5,1%	8,6 6,0%	5,1 1,4%	-41,5%
<b>Total</b>	<b>292,5</b>	<b>143,9</b>	<b>368,5</b>	<b>12,2%</b>

Contrairement à 2014, le CA de 2015 prend en considération le CA des sociétés LVI (ex EVI) et Trucks Gros étant donné que ces deux sociétés ont été acquises par UADH en janvier 2015. Par ailleurs, le CA a été aussi boosté par l'amélioration considérable des ventes de véhicules neufs suite à la révision à la hausse du quota accordé par les autorités aux concessionnaires. D'ailleurs, les revenus provenant des filiales Autres Auto (Citroen) et Economic Auto (MAZDA) se sont accrus respectivement de 18% et 22% entre 2014 et 2015.

En termes de marge, la marge commerciale du groupe UADH reste assez élevée comparée à ses concurrents grâce à l'importance de l'activité pièces de rechanges, mais cette marge s'affaiblit au niveau de l'EBE à cause de la lourdeur des charges opératoires ( qui représentent 10,2% du CA) laissant apparaître un taux d'EBE de 9,6% contre 17,1% pour ARTES et 13,3% pour Ennakl.

Au niveau des charges de structure, le résultat financier a été déficitaire de 5,8 MDT sous le poids de 3,15 MDT de perte (nette) de change mais aussi à l'accroissement des intérêts bancaires suite à l'accroissement des crédits long termes destinés au financement partiel de l'acquisition de la société Ennakl Véhicules Industriels ( rebaptisée LVI) et au développement du réseau.

Evolution des ratios de rentabilité 2012-2015					
En MDT	2012	2013	2014	2015	TCAM 2012-15
CA consolidé <i>% Variation</i>	302,9	292,5 -3%	143,9 -51%	368,5 156%	-1,2%
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en%</i>	50,6 16,7%	54,0 18,5%	30,0 20,8%	72,8 19,8%	-13,6%
EBE <i>Marge d'EBE en %</i>	24,4 8,1%	25,5 8,7%	14,7 10,2%	35,3 9,6%	6,6%
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle en%</i>	16,6 5,5%	12,1 4,1%	14,8 10,3%	27,9 7,6%	7,7%
Résultat financier	-6,6	-1,3	0,0	-5,8	21,3%
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette en%</i>	4,8 1,6%	5,6 1,9%	7,3 5,1	14,8 4,0%	9,5%

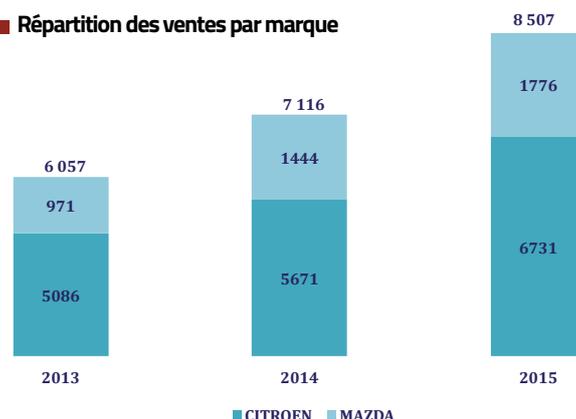
## Réalisations du premier trimestre 2016

L'année 2016 s'annonce bonne pour le groupe UADH en termes de ventes puisqu'au 1T2016 les revenus du groupe ont nettement progressé de près de 26% par rapport au 1T2015 pour atteindre 83,6 MDT. Cette performance provient essentiellement de l'activité concession automobile dont le C.A a signé un saut de 27,3% soit près de 1 725 véhicules légers vendus sous la marque MAZDA et CITROËN (PDM 13,7%).

Sous le poids de la dépréciation du dinar tunisien, le coût d'achat a évolué à un rythme plus rapide que les revenus ce qui a impacté légèrement le taux de la marge commerciale.



## Répartition des ventes par marque



Ceci étant, le résultat net consolidé a progressé de 7,5MDT pour clôturer l'année 2015 au niveau de 14,8MDT soit un taux de réalisation de 115% du résultat prévu dans le BP. Ceci étant, même si le taux de marge nette de 4% est supérieur à celui attendu dans le BP (3,6%) il reste nettement plus bas que celui de ses concurrents.

La structure financière du groupe s'est partiellement assainie grâce à l'augmentation de capital opérée en 2015 dans le cadre de l'introduction en bourse permettant le remboursement d'une partie des concours bancaires et ainsi le rééquilibrage de la structure de l'endettement. A fin 2015, la dette brute du groupe s'élevait à 102 MDT, dont 48% à long terme (contre 28% en 2014) et 52% à court terme (contre 72% en 2014).

Evolution de la structure financière 2012-2015				
En MDT	2012	2013	2014	2015
Fonds de Roulement	-57,6	-51,5	-13,8	18,9
Besoin en Fonds de Roulement	14,1	18,8	16,8	-34,8
Trésorerie	13,1	22,5	53,6	107,4
Endettement Net	94,2	108,2	64,4	-4,8

Etant encore en cours de restructuration, les sociétés Aures Auto et Economic Auto ont conclu fin 2015, des conventions avec les sociétés du groupe LOUKIL visant à convertir les soldes restants des comptes courants en placements à long terme. Ainsi, les échéances à plus d'un an ont été reclassées en immobilisations financières et les échéances à moins d'un an ont été reclassées en placements. C'est ce qui explique la position confortable de la trésorerie à fin 2015.

Indicateurs d'activités au 31/03/2016			
En MDT	1T 2016	1T 2015	VAR
Concession Auto	80,43	63,17	27,3%
Fab et distribution des filtres	3,17	3,36	-5,65%
<b>Total des Revenus (HT)</b>	<b>83,60</b>	<b>66,53</b>	<b>25,7%</b>
Coût d'achat des marchandises	67,52	52,75	28,0%
<b>Marge Commerciale</b>	<b>16,08</b>	<b>13,78</b>	<b>16,7</b>
Taux de marge en%	8,5%	8,6%	-
<b>Résultat financier</b>	<b>2,42</b>	<b>2,04</b>	<b>18,6%</b>
Trésorerie nette	25,87	23,72	
Nombre de points de vente	37	35	2

## Perspectives d'avenir

Les réalisations de 2015 ont été presque en ligne avec le BP présenté par le groupe lors de son introduction en bourse (avec un léger dépassement au niveau des revenus et du bénéfice net), nous allons garder les mêmes projections pour les trois prochains exercices. Le CA consolidé affichera une croissance moyenne de 6,4% mais les bénéfices connaîtront une hausse moyenne à deux chiffres sous la baisse des charges de structure.

Le pôle de distribution des véhicules légers et industriels reste le vecteur de croissance majeur pour le groupe UADH. En effet, le management compte consolider le leadership de la marque Citroën tout en misant davantage sur la marque MAZDA et Renault Trucks, dont les marges sont assez confortables. Pour ce faire, le management projette de développer son réseau de points de vente pour toutes les marques et d'élargir ses gammes de véhicules pour répondre parfaitement aux attentes et aux exigences de la demande locale et d'améliorer la qualité SAV en respectant les normes et méthodes exigées par les différents constructeurs.

Le pôle industriel du groupe, avec la société GIF Filter, reste encore malheureusement à la traîne. L'optique du groupe UADH était de développer des synergies entre les filiales et renforcer sa présence à l'international. D'ailleurs, GIF FILTER a obtenu courant le mois de mai 2015 l'accord d'admission parmi les Fournisseurs Agréés par PSA Peugeot Citroën.

UADH œuvrera aussi à la maîtrise de ses charges opératoires pour laisser apparaître un EBE en croissance de 7,5% sur la période 2015-2018. La marge d'EBE devrait également se trouver au niveau à une moyenne de 9,6% durant la même période contre une moyenne de 9% sur les quatre dernières années. Un niveau de marge qui reste tout de même en dessous de la moyenne du secteur.

Parallèlement, la situation financière du groupe devrait s'améliorer davantage avec le renforcement des capitaux propres et la réduction progressive du niveau de l'endettement. Cette amélioration devrait aussi se traduire par une nette réduction des charges de structures qui devraient baisser à 1,85 MDT à l'horizon de 2018 contre 5,84 MDT en 2015. Ainsi les bénéfices consolidés de UADH ne seront qu'améliorés pour afficher un TCAM de 19,1% sur la période 2015-2018.



## Comportement boursier et recommandation

Le titre UADH a mal débuté l'année 2016. Le cours s'est inscrit depuis le début de l'année dans un trend baissier et l'action s'échange actuellement (à la date du 07 Juin 2016) à 4,72DT soit une contre performance annuelle de 35,17% et ce en dépit des bonnes réalisations financières de l'exercice 2015, de la nette amélioration des ventes au 1T2016 ainsi que la décision audacieuse de distribuer des dividendes (même symboliques) au titre de l'exercice 2015, alors qu'aucune distribution de dividende n'a été prévue avant l'exercice 2017.

En date du 07/06/2016	P/E 2016e	P/BV 2015	Div Yield 2016e	YTD
UADH	9,5	1,9	3,6%	-35,17 %
Moyenne Secteur	9,9	2,9	6,0%	10,40%
Moyenne Marché	12,7	1,8	4,0%	9,69 %

Avec des niveaux de valorisation attrayants (P/E 2016e de 9,5x contre 9,9x pour le secteur) et un yield de 3,6% (largement inférieur à celui des concurrents et légèrement supérieur à celui du marché boursier), le groupe présente bien des atouts lui permettant de renverser le comportement boursier du titre UADH.

Compte tenu de la dynamique prévue par la holding et des niveaux de valorisation acceptables du groupe, nous pensons que le cours UADH a beaucoup baissé et nous considérons ce niveau de cours comme étant un point d'entrée intéressant. Ainsi, nous recommandons l'ACHAT du titre afin de profiter pleinement d'un éventuel renversement de tendance qui pourrait se déclencher.

Compte de resultat previsionnel						
En MDT	2015 P	2015 R	2016E	2017E	2018 E	TCAM 2015-18
CA consolidé	356,7	368,5	386,1	416,1	444,4	6,4%
Marge Commerciale <i>Marge commerciale en%</i>	66,6 18,7%	72,8 19,8%	73,3 19,0%	80,0 19,2%	86,5 19,5	5,9%
EBE <i>Marge d'EBE</i>	31,8 8,9%	35,3 9,6%	35,8 9,3%	40,1 9,6%	43,8 9,9%	7,5%
Résultat d'exploitation <i>Marge opérationnelle</i>	24,4 6,8%	27,9 7,6%	27,8 7,2%	31,6 7,6%	34,9 7,9%	7,7%
Résultat Net Consolidé <i>Marge nette</i>	12,8 3,6%	14,8 4,0%	18,3 4,7%	21,7 5,2%	25,0 5,6%	19,1%

Source : Prévisions MACSA



[www.macsa.com.tn](http://www.macsa.com.tn)

**MAC SA -TUNIS**

Green Center Bloc C, 2 étage  
Rue du Lac constance  
1053 Les Berges du Lac - Tunisie  
Tél : (+216) 71 137 600  
Fax : (+216) 71 960 903  
Email : [macsa@macsa.com.tn](mailto:macsa@macsa.com.tn)

**MAC SA -EL MENZAH**

N° 16 Avenue Othman Ibn Afen - Menzah 5  
1004 Tunis -Tunisie  
Tél : (+216) 71 137 666  
Fax : (+216) 71 230 431  
Email : [macsa@macsa.com.tn](mailto:macsa@macsa.com.tn)

**MAC SA -NABEUL**

71, Avenue Hedi Nouira  
8000,Nabeul  
Tél : (+216) 72 224 443  
Fax : (+216) 72 230 311  
Email : [macsa@macsa.com.tn](mailto:macsa@macsa.com.tn)

**MAC SA -SFAX**

Imm Olivia, Avenue de Carthage,  
Début Gremda -3002 Sfax  
Tél : (+216) 7 4 400 772  
Fax : (+216) 74 400 774  
Email : [macsa.sf@macsa.com.tn](mailto:macsa.sf@macsa.com.tn)