

Sc

Souscrire

Prix : 6.500Df

Actionariat post IPO

Loukil Investment Group : 67%

Flottant : 33%

Période de souscription :

Du 13 au 20 mai 2015

Capitalisation Boursière (post money) :

240MDf

Prix de la quotité : 13.000Df

(1 action nouvelle + 1 action ancienne)

Ratios de Valorisation :

UADH / Distribution automobile

P/E retraité 2015e : 16.8x / 11.8x

P/E_{2016e} : 13.5x / 10.9x

P/B_{2015e} : 3.6x / 2.9x

Yield 2015e : 0.5% / 5.2%

Gearing_{2015e} : 44%

ROE 2015e : 34%

Analyste chargée de l'étude :

Aïcha Mokaddem

Cap sur une croissance saine

Recommandation boursière

Le pôle Automobile UADH, concessionnaire des marques Citroën, Mazda et Renault Trucks s'introduit sur le marché principal via une opération mixte (cession & augmentation de capital) portant sur un montant de **80MDf**. L'augmentation de capital permettra de rééquilibrer la structure financière du groupe et réduire son niveau d'endettement. Détenu par le groupe Loukil, UADH se présente comme **« un opérateur automobile intégré »**, avec une activité de distribution et une activité industrielle de composants automobiles.

Post introduction, le groupe est évalué à **240MDf**, correspondant à un **P/E retraité_{2015e} de 16.8x, qui passerait à 13.5x en 2016**. Compte tenu du programme d'assainissement du groupe et de sa position sur le marché automobile, UADH nous semble une bonne opportunité d'investissement. **Nous recommandons la souscription à l'OPF.**

■ Présentation du Groupe UADH :

La société UADH a été créée en juillet 2013 dans le cadre d'un programme de restructuration juridique du groupe Loukil, visant à réorganiser l'ensemble des sociétés du groupe sous plusieurs Holdings 'métiers'. Dans cette logique, UADH représente le pôle automobile du groupe, constitué de 8 filiales sous 4 marques :

- La concession Citroën :

Le groupe est l'importateur et le distributeur officiel des véhicules neufs de la marque Citroën depuis 2006. A cette date, la marque détenait à peine 4% de part de marché. Depuis, la stratégie de diversification et de montée de gamme opérée par le groupe a permis une ascension fulgurante de la marque. A fin 2014, Citroën s'accapare une position de leader avec une part de marché de 10,6%.

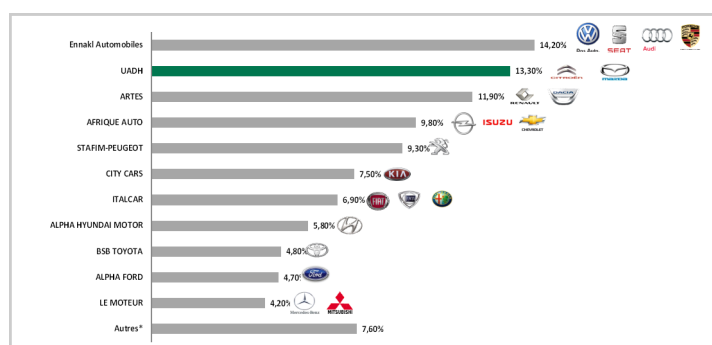
- La concession Mazda :

Distributeur officiel de la marque Mazda depuis 1993, le groupe s'était initialement positionné sur le segment utilitaire (4x4 pick up). Peu demandé sur le marché, le groupe s'est repositionné depuis 2011 sur d'autres gammes de véhicules particuliers plus adaptées à la tendance du marché. Un mix produit qui lui a permis d'améliorer son positionnement passant de 1.4% en 2010 à 2.7%. Actuellement, la marque a peu percé, et offre encore un important potentiel de croissance.

- Ennakl Véhicules Industries, devenu Loukil Véhicules Industries (LVI) :

En janvier 2015, suite à l'appel d'offres lancé par Al Karama Holding, le groupe Loukil a acquis la totalité du capital de la société Ennakl Véhicules Industries. Rebaptisée *Loukil Véhicules Industries*, la société est le distributeur officiel des véhicules industriels de la marque Renault Trucks et des chariots élévateurs de la marque TCM. En 2014, la marque Renault Trucks occupe la 3^{ème} position sur le segment des véhicules industriels avec une part de marché de 5.8%. Elle est également leader sur les VI > 16 Tonnes avec une part de marché de 21.4%.

Parts de marché sur les véhicules légers en 2014



Toutes marques confondues, le groupe UADH se classe en deuxième position derrière le groupe Ennakl Automobiles dans le segment des véhicules légers.

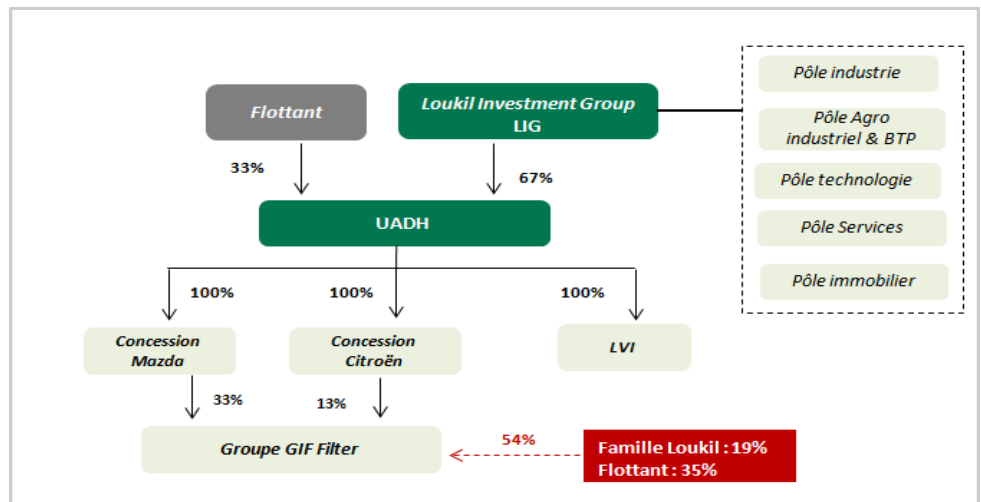
- Le groupe GIF Filter:

Le rachat* de la société GIF Filter par le groupe Loukill est récent, et remonte à novembre 2013. Société spécialisée dans la fabrication de filtres automobiles, cet investissement a permis au groupe de passer du statut de simple concessionnaire automobile vers celui d'un opérateur automobile intégré. Tout récemment, le groupe a signé un contrat de partenariat avec le constructeur partenaire PSA Peugeot Citroën pour la vente des filtres de la marque GIF en tant que pièces de rechanges. Une première étape, en attendant le passage à la production de première monte.

Outre l'activité automobile, le groupe Loukil opère à travers ses 34 filiales dans différents secteurs d'activité tels que le BTP, l'industrie, le secteur des nouvelles technologies, ou encore l'immobilier... Hormis la société GIF, le groupe Loukil est également actionnaire majoritaire dans une autre société cotée sur la Bourse de Tunis, la société **AMS** spécialisée dans la robinetterie et articles de ménages.

*Le montant global de la transaction a porté sur 15.3MDt (65% du capital) valorisant la société à 23.4MDt (-45% par rapport au prix en Bourse à cette date).

Organigramme simplifié du groupe UADH post introduction



■ Caractéristiques de l'Opération :

UADH s'introduit sur le **marché principal** à travers une opération mixte, portant sur un montant total de **80MDT** réparti également entre une cession et une augmentation de capital.

L'offre sera répartie comme suit :

- **20MDT** dans le cadre d'une offre au public (25% de l'offre)
- **40MDT** dans le cadre d'un placement global auprès d'institutionnels (50% de l'offre) désirant acquérir un montant minimum de 250 000DT.
- **20MDT** dans le cadre d'un placement privé (25% de l'offre), réservé aux investisseurs désirant acquérir un montant minimum de 250 000DT.

1 quotité : 1 action nouvelle + 1 action ancienne

Répartition de l'Offre au public :

Le prix de la quotité a été fixé à **13DT**, soit un prix de **6.500DT** par action.

Catégories	Bornes	Nombre de quotités	Montant	En % de l'OPF	Mode de satisfaction
Catégorie A: Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM	Minimum : 325 DT Maximum : 9 997 DT	692 308	9 MDT	45%	Egalitaire
Catégorie B: Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM	Minimum : 10 KDT Maximum : 250 KDT	384 615	5 MDT	25%	Au prorata
Catégorie C: OPCVM tunisiens et/ou étrangers	Minimum : 9 997 DT Maximum : 5 MDT	384 615	5 MDT	25%	Au prorata
Catégorie D: Personnel du groupe UADH	Minimum : 325 DT Maximum : 9 997 DT	76 923	1 MDT	5%	Au prorata
		1 538 461	20MDT	100%	

La concession Citroën reste le moteur de croissance du groupe

Un taux de marge brute en 2014 supérieur à la moyenne du secteur automobile coté

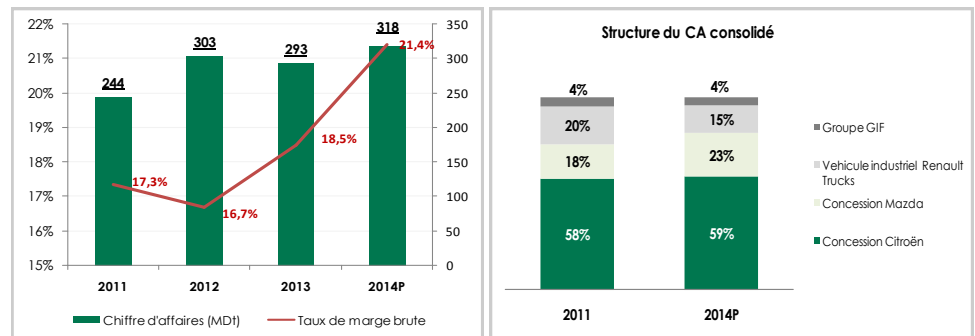
75% de la dette est composée de dettes à court terme

■ Analyse financière du Groupe UADH :

Sur la période 2011-2013, le chiffre d'affaires consolidé a progressé à un rythme moyen de **9% par an** et devrait clôturer l'exercice 2014 à 318MDt. La **concession Citroën**, reste le moteur de croissance du groupe, représentant 59% du CA, une proportion qui est restée stable depuis 2011. Adossé au deuxième constructeur automobile européen, la marque profite d'une stratégie de « relooking » lancée par le constructeur français depuis 2010 (montée de gamme, voiture plus innovante, introduction de la gamme DS...), et consolide sa position sur le marché avec 5 671 véhicules vendus en 2014.

La deuxième source de revenus du groupe est la **concession Mazda**. Relais de croissance, sa part dans le CA ne cesse de progresser, contribuant aujourd'hui à 23% des revenus du groupe. Une amélioration, fruit d'un repositionnement de la marque sur les gammes citadines et SUV plus adaptées à la tendance de consommation du marché tunisien. Pour ce qui est des autres activités, elle ont affiché un rythme de croissance quasi stable sur la période.

Globalement la marge brute est en nette amélioration, et s'explique principalement par l'amélioration du mix produit, mais également par l'impact favorable de la fluctuation du YEN Japonais depuis 2013. Le taux de marge brute du groupe devrait atteindre **21.4%** en 2014, se comparant favorablement au reste du secteur coté (un taux de marge brute de 17.9% en moyenne).



A l'opposé, la rentabilité du groupe est fragilisée par des charges d'exploitation importantes et un fort endettement. Les dettes sont essentiellement des dettes à court terme destinées à financer le BFR du groupe.

Alors que le secteur de la distribution automobile présente généralement un BFR structurellement négatif et une trésorerie confortable, le groupe UADH affiche une dette nette de 50MDt, représentant presque 4x ses fonds propres 2014e. L'augmentation de capital s'avère plus que nécessaire pour renforcer les équilibres financiers du groupe.

En KDT	2011	2012	2013	2014P
BFR	- 33 447	14 089	18 758	- 19 065
Fonds propres	15 496	19 025	23 385	14 230
Dette nette	50 008	92 262	101 239	51 259
Gearing	323%	485%	433%	360%
ROE		44%	40%	22%

En 2013-2014, les bénéfices réalisés par le groupe sont peu significatifs, impactés par des +/- values exceptionnelles :

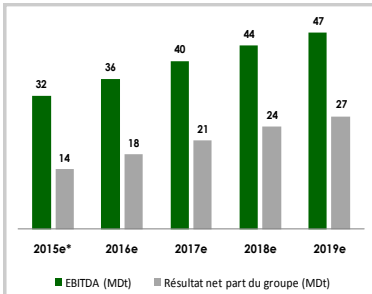
- **2013** : Une plus value de cession de participation de **10MDt** sur le titre SACEM.

- **2014** : Une moins value de cession de **15.3MDt** dans le cadre de la restructuration.

Retraité de la moins value exceptionnelle de restructuration, le groupe devrait clôturer l'année 2014 sur une bénéfice de **18.5MDt**, représentant une marge nette de **5.8%**.

MDt	2011	2012	2013	2014P
Résultat net part du groupe	1,2	4,3	5,3	3,1
Elements exceptionnels			10,1	-15,3
Résultat retraité	1,2	4,3	-4,8	18,5
marge nette	0,5%	1,4%	neg	5,8%

Les investissements seront principalement dédiés au développement des sous-pôles Mazda et GIF



*Le bénéfice 2015 a été retraité d'une moins value de 2MDt provenant de l'opération de restructuration.

TCAM CA : +7%
TCAM EBITDA : +10%
TCAM Résultat net : +17%

Sous groupe (KDt)	Valeur individuelle	% de détention	Valorisation des actifs
Concession Citroën	110 656	100%	110 652
Concession Mazda	83 629	100%	83 557
LVI	43 005	100%	43 000
GIF	33 549	46%	15 463
Dette nette			28 564
Total (MDt)			224 108

Perspectives du Groupe UADH:

Avec une enveloppe d'investissements de **23MDt** sur les 5 prochaines années, la stratégie du groupe s'articulera autour de :

1/ Diversification de la gamme de véhicules commercialisés en s'orientant vers des modèles plus haut de gamme afin d'optimiser son mix produit.

2/ Consolidation des parts de marché

Compte tenu des prévisions de croissance du marché (1 à 2% par an), le groupe prévoit sur la période prévisionnelle une part de marché autour de 11% pour la marque Citroën, 3% pour la concession Mazda, et 13% pour les véhicules industriels Renault Trucks (véhicules supérieurs à 16 Tonnes).

3/ Renforcement des synergies entre les filiales du Groupe :

Les performances du groupe GIF devraient profiter des potentiels de synergies avec les différentes filiales du pôle UADH, mais également des autres pôles du groupe Loukil : développement de partenariats avec les constructeurs étrangers pour la vente des filtres automobiles et un meilleur accès aux réseaux de distribution du groupe sur les marchés africains permettra de booster l'activité export du groupe.

en KDt	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Concession Citroën	1 106	833	434	1 022	1 065
Concession Mazda	3 617	3 913	1 553	403	406
EVI	724	253	163	173	163
Groupe GIF	2 362	1 517	1 390	1 268	536
Total investissements du groupe	7 809	6 516	3 540	2 866	2 170

Sur la période **2015-2019**, le business plan prévoit une croissance annuelle de 7% du chiffre d'affaires, passant de 357MDt à 474MDt, et une croissance plus importante du résultat net part du groupe de 17% par an.

Parallèlement, la situation financière du groupe devrait s'améliorer à travers cette introduction en bourse. L'augmentation de capital permettra de renforcer les fonds propres et réduire le niveau d'endettement. A partir de 2015, le gearing du groupe devrait afficher un niveau bien plus raisonnable de 44%.

Valorisation & Opinion de Tunisie Valeurs :

L'évaluation de la société UADH s'est faite sur la base de la méthode de la somme des parties, soit la somme des valorisations individuelles des différents sous-groupes, au prorata de leur pourcentage de détention par le holding.

Après décote, les travaux d'évaluation ont abouti à une valorisation **preMoney de 200MDt**. Compte tenu de l'augmentation de capital (40MDt), la valorisation du groupe sera portée à 240MDt, correspondant à un **P/E retraité_{2015e} de 16.8x** et un **P/E_{2016e} de 13.5x**. Même si les niveaux de valorisation demeurent moins attrayants que les distributeurs déjà cotés sur le marché, le groupe UADH présente des atouts qui justifient un positionnement sur le titre : un acteur majeur de la distribution automobile, un potentiel de croissance encore à venir sur la concession Mazda, un pôle automobile intégré adossé à un groupe multidisciplinaire, et une situation financière post augmentation assainie.

Nous recommandons la souscription à l'OPF.

BP du Groupe UADH

En MdT	2011	2012	2013	2014P	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TCAM BP
Revenus	244,2	302,9	292,5	318,3	356,7	386,1	416,1	444,4	474,4	7%
Variation		24,0%	-3,4%	8,8%	12,1%	8,2%	7,8%	6,8%	6,7%	
Aures Auto : Citroën	142	176	178	187	200	212	224	237	251	
en % du CA	58%	58%	61%	59%	56%	55%	54%	53%	53%	
Economic Auto : Mazda	43	59	55	72	81	90	99	107	116	
en % du CA	18%	20%	19%	23%	23%	23%	24%	24%	24%	
EVI : Renault Trucks	49	56	49	46	62	69	76	82	88	
en % du CA	20%	19%	17%	15%	17%	18%	18%	18%	19%	
Groupe GIF	11	11	11	12	14	15	17	18	20	
en % du CA	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Marge Brute	42,4	50,6	54,0	68,2	66,6	73,3	79,9	86,5	92,6	9%
Taux de marge brute	17,3%	16,7%	18,5%	21,4%	18,7%	19,0%	19,2%	19,5%	19,5%	
EBITDA	20,3	24,3	25,5	35,8	31,8	35,8	40,0	43,8	46,8	10%
Variation		19,9%	4,8%	40,2%	-11,1%	12,8%	11,7%	9,3%	7,0%	
Marge d'EBITDA	8,3%	8,0%	8,7%	11,2%	8,9%	9,3%	9,6%	9,8%	9,9%	
Résultat d'exploitation	12,4	16,6	12,1	30,2	24,4	27,8	31,5	34,9	37,7	12%
Marge d'EBIT	5,1%	5,5%	4,1%	9,5%	6,8%	7,2%	7,6%	7,9%	7,9%	
Résultat net consolidé	1,7	4,8	5,6	3,5	12,8	18,3	21,7	25,0	27,6	
Quote part des intérêts des minoritaires	0,42	0,52	0,26	0,32	0,45	0,45	0,50	0,55	0,65	
Résultat net part du groupe	1,2	4,3	5,3	3,1	12,4	17,8	21,2	24,5	26,9	
Elements exceptionnels			10,1	-15,3	-1,9					
Résultat net part du groupe retraité	1,2	4,3	-4,8	18,5	14,3	17,8	21,2	24,5	26,9	17%
Marge nette	0,5%	1,4%	neg	5,8%	4,0%	4,6%	5,1%	5,5%	5,7%	