

Les valeurs adaptées aux petits tickets et au profil CEA

- ARTES : Solide mais délaissé
- SOTUMAG: Un faible profil de risque
- City cars : La roue tourne dans le bon sens

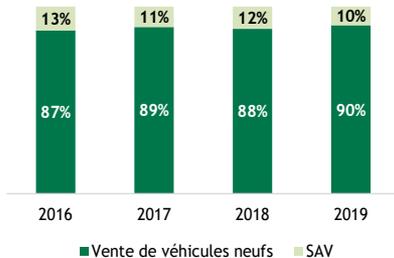
Actionnariat

Famille MZABI:	74,3%
Abu Dhabi Fund:	9,3%
Flottant:	16,4%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	151
PER 2021e	4,9x
EV/EBITDA 2020e	n.s*
Yield 2020e	6,8%
Performance 2020	-10,1%

Structure du chiffre d'affaires du groupe



Opinion

En dépit de la forte reprise de l'activité à partir du troisième trimestre de 2020, la baisse du chiffre d'affaires du concessionnaire a été conséquente. Toutefois, fidèle à lui-même, le groupe s'affirme par la plus grande résistance en termes de rentabilité, comparativement à ses pairs affichant les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie, ce qui lui permet de palier à la volatilité de l'exploitation. En effet, même en temps de crise, le concessionnaire de la marque au losange affiche une marge brute en amélioration et une trésorerie excédentaire. Elle soutient, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes, même si revue à la baisse suite aux retombées de la crise (6,8% yield estimé en 2020 contre 11,3% en 2019). Le titre traite à une forte décote pénalisant sa valorisation actuelle (EV/EBITDA 2019 de 0,9x vs. 5,6x pour le secteur de la concession et un PE 2020 de 5,9x contre un PE de 9,8x pour le secteur). Ce niveau de valorisation constitue un point d'entrée attrayant. Toutefois, la perception négative du secteur brime la valeur et constitue le seul frein à l'investissement. On recommande d'acheter le titre.

* Le ratio estimé (EV/EBITDA) en 2020 est non significatif en raison d'une valeur de l'entreprise négative vu que la dette nette du groupe est négative et elle dépasse la capitalisation boursière.

Forces

- Leader de la concession automobile grâce à une offre diversifiée et des marques bien appréciées
- La diversité de l'offre d'ARTES et sa forte présence dans les segments les plus rémunérants, permet au concessionnaire d'impacter, en grande partie, toute appréciation de l'euro, dans ses prix de vente
- La meilleure rentabilité au sein du secteur de la concession automobile (marge d'EBITDA de 14,8% en 2019)
- Une contribution importante du service après vente et des pièces de rechange aux revenus (une moyenne de 11% sur les 6 dernières années). ARTES possède un des parcs automobiles les plus élevés et les plus vieux sur le marché
- Une structure financière saine avec une dette quasi-nulle et une position en cash excédentaire
- Une distribution généreuse de dividende (Yield 2020e de 6,8%)

Faiblesses

- L'excédent de cash grève la rentabilité des actifs du concessionnaire
- La rentabilité des Fonds propres est en baisse continue (ROE estimé en 2020 de 13,4x contre un ROE de 18,4x en 2019)
- Toute fluctuation défavorable du dinar à l'égard du Yen aurait un impact négatif sur la profitabilité de la filiale ADEV, concessionnaire de la marque NISSAN

Opportunités

- Faible taux de pénétration du marché automobile recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux.
- Un matelas de trésorerie confortable lui permettant de financer son développement.
- Le management a entamé des négociations avec NISSAN pour la construction d'une unité d'assemblage des Pickups.
- Le concessionnaire a une marge de manœuvre pour diversifier d'avantage son offre et développer la vente des pickups.

Menaces

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptées par les banques pour les crédits à la consommation
- Le système de quota continue à pénaliser la croissance des revenus des concessionnaires tunisiens
- Le taux d'imposition est passé de 25% à 35% depuis 2019
- Concurrence accrue notamment avec l'entrée sur le marché des nouvelles marques asiatiques

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	222,6	262,4	235,4	244,3	206,5	242,2
Progression	-	18%	-10%	4%	-15%	17%
Marge Brute	43,7	50,2	43,3	47,8	44,5	52,2
Taux de marge brute	19,6%	19,1%	18,4%	19,6%	21,6%	21,6%
Progression	-	15%	-14%	10%	-7%	17%
EBITDA	32,4	39,1	31,5	36,2	32,8	40,7
Progression	-	21%	-19%	15%	-9%	24%
Marge d'EBITDA	14,6%	14,9%	13,4%	14,8%	15,9%	16,8%
Résultat net part du groupe retraité	32,5	35,4	31,1	30,0	25,8	30,8
Progression	-	9%	-12%	-3%	-14%	20%
Marge Nette	14,6%	13,5%	13,2%	12,3%	12,5%	12,7%

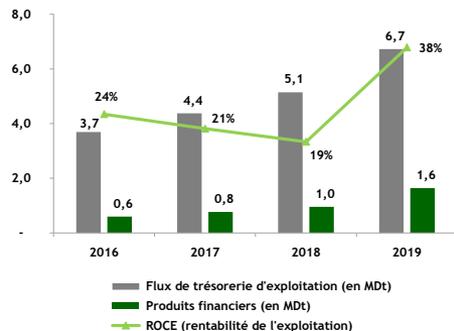
Actionnariat

- Etat tunisien: 37,5%
- Société Trabelsi & Fils: 19,4%
- COOPMAG: 12,6%
- Office du Commerce: 7,6%
- Flottant: 22,9%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	42
PER 2021e	7,8x
EV/EBITDA 2020e	4x
Yield 2020e	4,4%
Performance 2020	+40,7%

Capacité de génération de cash flow et ROCE



Opinion

- Le gestionnaire du marché de gros a enchaîné, en 2020, une septième année boursière dans le vert. Le titre a profité des publications rassurantes en 2020, malgré le contexte pandémique, et de l'engouement du marché pour les placements défensifs.
- Le profil de risque de la société est, certes, faible mais les perspectives de croissance sont également limitées. La réduction des charges constitue le principal relais de rentabilité pour la compagnie. Un positionnement sur le titre est préconisé, en particulier pour un profil CEA en raison du profil rentier de la compagnie et du bon rendement en dividendes qu'elle offre.

Forces

- Une situation de monopole, un emplacement stratégique et une capacité de stockage élevée qui permettent de traiter 40% de la production nationale de légumes et fruits et d'assurer l'approvisionnement du district de Tunis
- Une activité défensive à deux manettes (les redevances sur les denrées alimentaires et les loyers) qui résiste en période de cycles économiques baissiers
- Une situation financière solide avec une dette nette structurellement négative et un matelas de trésorerie confortable qui bonifie régulièrement la rentabilité de la firme

Opportunités

- Un mégaprojet d'un marché intégré prometteur (annoncé en 2016 pour un coût global proche de 30MDt) mais non encore confirmé
- Un important potentiel de croissance si des efforts de « désinformatisation » de l'économie et des circuits de distribution des produits alimentaires frais sont déployés par les pouvoirs publics
- Une politique de rationalisation des charges, une informatisation des process et une intensification des efforts de surveillance et de contrôle devraient permettre d'améliorer les revenus et la productivité
- Une hausse des prix des produits alimentaires bénéfique pour la société

Faiblesses

- Une société étatique avec une instabilité du management et une lenteur dans le processus décisionnel
- Une situation de sureffectif et une faible productivité (les frais généraux absorbent 64% du chiffre d'affaires en 2019)

Menaces

- Une floraison du marché informel et des perturbations dans les circuits de distribution
- Une volatilité des performances du secteur agricole et dépendance par rapport aux saisons agricoles et aux conditions climatiques

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	11,0	12,0	12,3	14,1	14,9	15,8
<i>Progression</i>	-	10%	2%	15%	6%	6%
Marge brute	10,2	11,4	11,5	13,4	14,1	15,0
<i>Progression</i>	-	11%	1%	16%	6%	7%
Taux de marge brute	93,2%	94,6%	93,9%	94,9%	94,5%	95,0%
EBITDA	4,1	4,5	4,2	5,7	5,3	5,6
<i>Progression</i>	-	8%	-7%	38%	-8%	6%
Marge d'EBITDA	37,8%	37,1%	33,9%	40,8%	35,3%	35,4%
Résultat net retraité	2,5	3,1	3,2	4,7	4,5	5,4
<i>Progression</i>	-	21%	4%	48%	-4%	19%
Marge nette retraitée	23,1%	25,5%	26,0%	33,4%	30,2%	33,9%

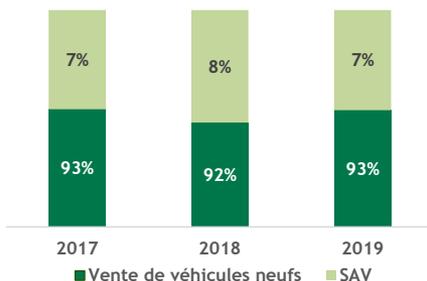
Actionnariat

- Automobile Investment Company: 56,5%
- Tunisian Investment cars: 10%
- Flottant: 33,5%

Ratios boursiers

Capitalisation boursière (MDt)	162
PER 2021e	8,5x
EV/EBITDA 2020e	4x
Yield 2020e	8,8%
Performance 2020	+20,7%

Structure du chiffre d'affaires du groupe



Opinion

La marque coréenne a réussi à préserver sa position de leader sur le segment des véhicules particuliers avec une PDM de 12% en 2019. En dépit de la crise sanitaire, City Cars a été l'unique concessionnaire à avoir affiché une progression à deux chiffres de ses ventes (+12,6%) à fin 2020. La trésorerie du concessionnaire demeure solide. City cars affiche un ROE exceptionnel (43% en 2019) ainsi qu'un rendement en dividende encore attrayant (8,8% yield estimé en 2020 contre un yield de 13,2% en 2019). Toutefois, la société présente des marges sous pression du fait de la forte dépréciation du dinar face au Yen.

Forces

- Adossé à une marque renommée internationale, le concessionnaire automobile de la marque KIA est leader sur le marché des véhicules particuliers
- Une gamme de véhicules diversifiée
- Présence dans les grandes villes du pays à travers un réseau de 17 agences
- Une situation financière saine avec une trésorerie excédentaire et une dette nette négative
- Le meilleur rendement en dividende du secteur (Yield de 8,8%)
- Le meilleur ROE 2019 du secteur (44% pour CITY CARS contre 21% pour le secteur coté)

Opportunités

- Faible taux de pénétration du marché automobile Tunisien recelant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux
- Innovation permanente du constructeur KIA qui dispose d'une importante structure de recherche et développement. Montée en gamme des véhicules KIA
- Révision du système FCR et interdiction aux tunisiens résidents à l'étranger de revendre leur véhicule avant d'avoir complété un an depuis sa mise en circulation en Tunisie

Faiblesses

- Qualité du service après vente à améliorer en raison d'un parc de voitures jeune
- Absence de couverture contre les fluctuations de change

Menaces

- La libéralisation du secteur de la concession automobile en Tunisie est indéniablement une mesure éloignée au vu de la persistance des tensions sur la balance commerciale
- Des conditions de plus en plus restrictives adoptées par les banques pour les crédits à la consommation
- Ouverture du marché tunisien aux constructeurs chinois et indiens
- Toute dépréciation du dinar aura une incidence sur les prix de vente (c'est le cas de tous les importateurs)
- Un taux d'imposition qui est passé de 25% à 35% depuis 2019

Chiffres consolidés en MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Chiffre d'affaires	162,7	167,2	152,5	212,7	233,9	243,4
Progression	-	3%	-9%	39%	10%	4%
Marge Brute	24,7	25,6	24,8	31,5	37,4	38,9
Taux de marge brute	15,2%	15,3%	16,3%	14,8%	16,0%	16,0%
Progression	-	4%	-3%	27%	19%	4%
EBITDA	18,9	19,2	18,0	24,6	29,3	31,5
Progression	-	1%	-6%	37%	19%	8%
Marge d'EBITDA	11,6%	11,5%	11,8%	11,6%	12,5%	13,0%
Résultat net part du groupe retraité	14,4	14,8	14,3	15,3	17,7	19,1
Progression	-	3%	-3%	7%	16%	8%
Marge Nette	8,9%	8,9%	9,4%	7,2%	7,6%	7,9%