Rédigé le 31/08/2020

Secteur de la concession automobile

Une résilience appréciable malgré la conjoncture économique délicate

Points clés

- La concession automobile a été parmi les secteurs les plus malmenés par la détérioration de la conjoncture économique du pays post-révolution. Entre relèvement à la hausse des taxes à la consommation et de l'impôt sur les sociétés, la réduction des quotas, l'augmentation des prix avec le renchérissement des devises et la dégradation du pouvoir d'achat du Tunisien, les concessionnaires ont vu leurs marges se rétrécir sur les dernières années. Plus récemment, l'arrêt total de l'activité durant 2 mois suite aux retombées de la pandémie COVID19 a fortement impacté les ventes des concessionnaires courant le premier semestre et ne fait qu'assombrir davantage les perspectives d'un secteur intimement lié à la balance commerciale du pays, déjà très controversée.
- Dans ce contexte, le secteur coté a perdu plus d'un tiers de sa valeur depuis 2016, sous-performant le Tunindex qui a connu durant cette même période une embellie de 30%. Cette correction est surdimensionnée pour la majorité des sociétés qui affichent une assise financière robuste.
- Si certains concessionnaires souffrent clairement de la conjoncture actuelle, la majorité a su sauvegarder - tant bien que mal - ses fondamentaux. Nous recommandons une stratégie de stock picking, détaillée dans la présente étude.

Le secteur de la concession automobile en chiffres (2019)

- **25** sociétés, dont 4 cotées
- **3%** de la capitalisation boursière du marché
- **1,3** milliards de dinars de chiffre d'affaires en 2019
- **52,2** millions de dinars de capacité bénéficiaire en 2019
- **4,7%** du PIB en 2018
- **8,3%** des importations de la Tunisie en 2018

Ratios boursiers du secteur*

- PER 2020e : 8,2x
- P/B 2020e : 1,8x
- Yield 2020e : 6,2%
- ROE 2019 : 7,6%

** Données au 31 août 2020.*

I- Etat des lieux du secteur de la concession automobile

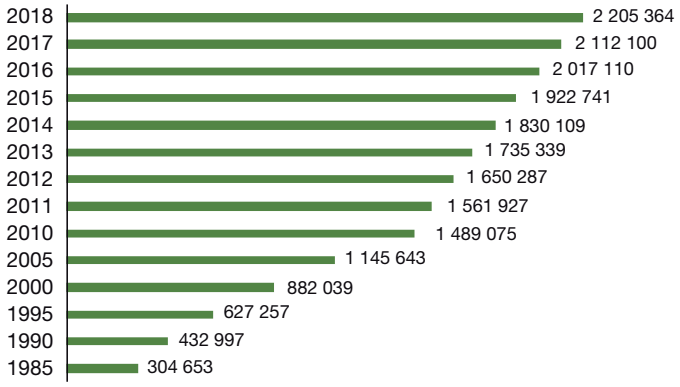
- Excepté l'activité d'assemblage des camions et des bus instaurée depuis les années 60, la Tunisie ne dispose pas d'une vraie industrie automobile locale. Excepté Wallys, le secteur se réduit à la distribution de marques étrangères. Le marché des concessionnaires tunisiens compte aujourd'hui 25 intervenants officiels qui importent 40 marques de véhicules légers à usage particulier ou utilitaire.
- A la fin de 2019, le parc automobile a été estimé à plus de 2,2 millions de véhicules. Un parc alimenté par l'importation de véhicules déjà assemblés et le rapatriement des véhicules des Tunisiens résidents à l'étranger. En plein essor durant les années 90 (TCAM de 13,5%), le parc automobile, a connu, depuis les années 2000, une forte décélération de la croissance, évoluant à un TCAM de 5% sur la période 2000-2018.
- Le marché automobile est caractérisé par un faible taux de motorisation recélant un large potentiel de croissance des ventes par rapport aux comparables régionaux. Le taux de pénétration du marché automobile tunisien a atteint 187 véhicules pour 1000 habitants. Ceci laisse encore un potentiel de croissance pour le marché national de la distribution automobile, mais cela ne correspond pas à la réalité, puisque **le secteur est soumis au régime de quotas. La limitation volontaire de l'importation de voitures fait que l'offre des véhicules neufs est structurellement inférieure à la demande**

Les principaux concessionnaires en Tunisie

Principaux concessionnaires	Marques	Principaux actionnaires
ENNAKL	Volkswagen, Audi, Seat, Porsche et Skoda	PGH-Amen Bank
ARTES	Renault, Dacia, Nissan et LADA	Groupe MZABI
Stafim Peugeot	Peugeot	Groupe LEKHCHINE
UADH	Citroen, Mazda et DS	Groupe LOUKIL
City Cars	KIA	BOUCHAMAOUI- CHABCHOUB
Le Moteur- Italcar	Mercedes, Mitsubishi, Tata, Fiat, Lancia, Alpha Romeo et Jeep	Groupe MABROUK
Afrique Auto	Opel, Isuzu et Chevrolet	Groupe LAATROUS
BSB Toyota	Toyota	Groupe BELKHIRIA
Alpha	Ford, Land Rover, Jaguar et Hyundai	ElKarama Holding

▪ Le faible taux d'équipement des ménages s'explique par **un cadre réglementaire et fiscal restrictif** régissant le secteur automobile. Sous l'effet des pressions sur le budget et sur la balance courante, **le Gouvernement adopte une politique de restriction sur l'importation des véhicules**.

Evolution du parc automobile en Tunisie (1985-2018)

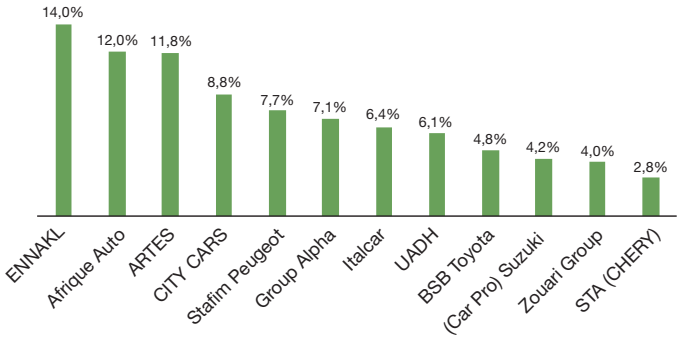


▪ **De plus, les concessionnaires locaux demeurent encadrés par un cahier des charges** qui les oblige à réaliser de la coopération technique et à respecter un système de quotas pour l'importation des véhicules, ce qui continue à pénaliser la croissance de leurs revenus.

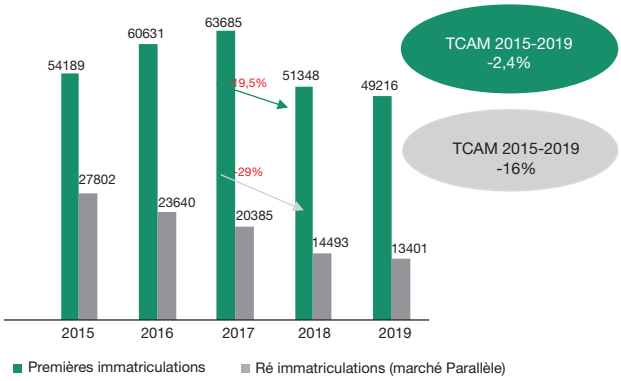
▪ La politique de quotas connaît depuis quelques années des tergiversations. Entre promesses données pour la libéralisation du secteur et décisions du ministère du commerce, le marché de l'automobile tunisien connaît un spectacle contrasté. Les concessionnaires naviguent à vue. Ils ne sont pas en mesure de connaître à l'avance le volume du quotas qui leur sera attribué, ou quand l'administration pourrait suspendre leurs importations, laissant leurs bateaux en rade.

▪ Par ailleurs, **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 des droits de douane à l'importation de véhicules des expatriés Tunisiens depuis mars 2018 (de 25% à 35% pour les véhicules essence et de 30% à 40% pour les cylindrées supérieures) et l'interdiction de revendre un véhicule avant d'avoir complété une année depuis sa mise en circulation en Tunisie, a vraisemblablement freiné la croissance du marché parallèle au profit du marché officiel.

Part de marché par concessionnaire en 2019

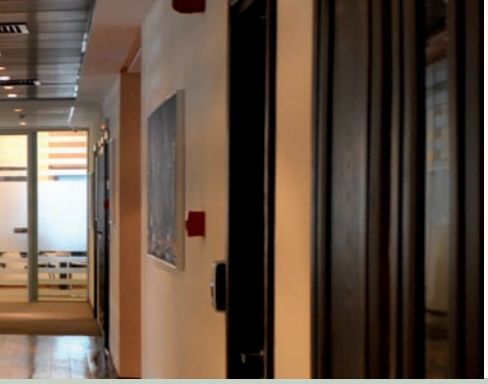


Evolution des immatriculations

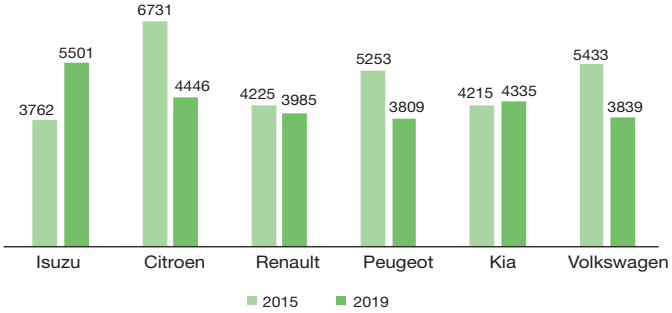


▪ En 2019, les immatriculations totales se sont élevées à 62 600, soit une baisse de 4,9% par rapport à 2018. Il est à noter que la plus importante baisse des nouvelles immatriculations, depuis 2011, a été constatée en 2018 (78 163 véhicules tous genres confondus contre une moyenne de 90 000 au cours des 5 dernières années). Les diverses révisions à la hausse des droits de consommation, droits de douane et de TVA prévues par la Loi de Finances 2018, renchérissant le prix de ventes ont impacté le pouvoir d'achat du consommateur et par conséquent sa demande pour les véhicules neufs.

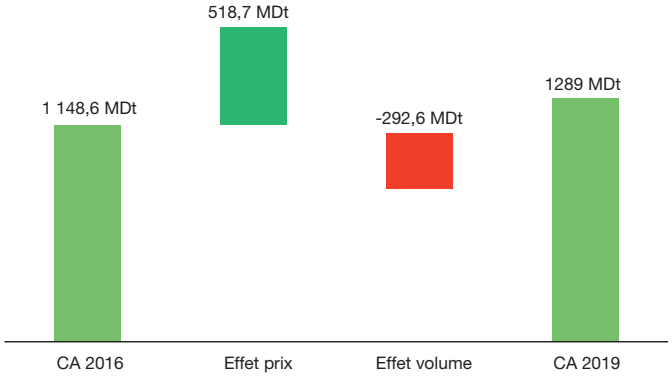
▪ Les marques historiques du marché automobile, en l'occurrence les européennes, ont perdu du terrain face à la percée des marques asiatiques qui ont afflué ces dernières années (KIA, Hyundai, SUZUKI, GREAT WALL, Haval, SsangYong, Mahindra) en l'espace de 5 ans. La part des marques automobiles européennes est passée de 80% à 50% en 2018.



Evolution des principales ventes par marque



Effet volume–prix dans l'évolution des ventes entre 2016 et 2019



II– Le secteur coté en chiffres

Avec une capitalisation totale de 678MDt (à peine 3% de la capitalisation du marché) et quatre acteurs cotés (ARTES, ENNAKL, CITY CARS et UADH), le secteur de la concession automobile est faiblement représenté en bourse.

1) Un chiffre d'affaires en baisse

▪ Malgré la baisse des immatriculations (une baisse moyenne de -12,5% sur la période 2016-2019), le chiffre d'affaires des concessionnaires automobiles a affiché une résilience appréciable, évoluant à un TCAM de 3,9% sur la même période. Cette progression à contre sens a tiré profit d'un effet prix positif, particulièrement en 2019.

Evolution des immatriculations par concessionnaire

	2016	2017	2018	2019	TCAM 2016-2019
ENNAKL	9 182	8 162	6 310	6 868	-9,2%
ARTES	7 816	8 499	5 027	5 808	-9,4%
CITY CARS	5 367	4 375	3 470	4 335	-6,9%
UADH	7 472	7 495	5 680	2 990	-26,3%
Secteur	29 837	28 531	20 487	20 001	-12,5%

▪ Au 30 juin 2020, le chiffre d'affaires agrégé des concessionnaires tunisiens a accusé une baisse de 29% suite aux retombées de la crise sanitaire. Nous estimons que cette baisse serait réduite à -13% vers la fin de l'année.

Evolution du chiffre d'affaires par concessionnaire

En MDt	2016	2017	2018	2019	TCAM 2016-2019	2020e	Evolution 2020-2019
ENNAKL	394,9	422,6	404,1	463,7	5,5%	420,6	-9,3%
ARTES	222,6	262,4	235,4	244,3	3,2%	211,6	-13,4%
CITY CARS	162,7	167,2	152,5	212,7	9,3%	219,0	3,0%
UADH	368,5	354,8	419,5	368,0	0,0%	267,6	-27,3%
Secteur	1148,6	1207,0	1211,5	1288,7	3,9%	1118,9	-13,2%

▪ Grâce à une gamme de véhicules bien étoffée, le groupe **ENNAKL** a pu maintenir sa position de leader pour la deuxième année consécutive avec une part de marché effleurant les 14% à fin 2019 et ce en dépit d'une concurrence de plus en plus acharnée. Malgré la baisse de 4,2% des premières immatriculations, le concessionnaire de la marque allemande a vu ses ventes progresser de 9% par rapport à 2018 grâce à la marque Volkswagen qui a eu le vent en poupe (+13% à 3839 véhicules). Suite au confinement général, les ventes d'**ENNAKL** à la fin du premier semestre se sont repliées de 26%.

▪ En 2019, avec 5808 véhicules vendus sur le marché, **ARTES**, détrôné par KIA, s'est retrouvé sur la deuxième marche du podium. Après la chute de 2018, le groupe a réussi à retrouver le niveau de revenus de 2017 (+3,8% à 244MDt à fin 2019). A fin juin 2020, **ARTES** a vu ses ventes régresser de 55% suite aux mesures du confinement et au décalage du programme de voiture populaire 4 CV et de la Symbol suite au changement de modèle.

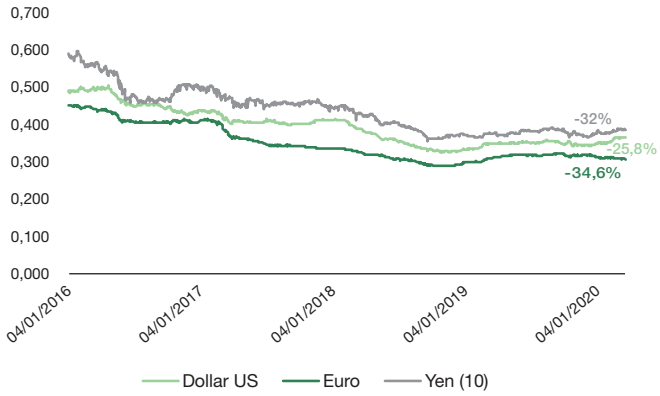
▪ **CITY CARS**, le concessionnaire de la marque coréenne KIA est arrivé en 2019 à se positionner en tant que leader du marché des véhicules particuliers (PDM de 12%). Le chiffre d'affaires du concessionnaire a dépassé la barre des 200MDt alimenté par l'amélioration notable des immatriculations des VP (+24% à 4335 unités). En dépit de la crise sanitaire, **CITY CARS** a été l'unique concessionnaire ayant affiché une progression des ventes (+9%) à fin juin 2020.

▪ Encore un coup dur à encaisser pour **UADH** en 2019 qui n'arrive pas à rebooster ses ventes, affichant un chiffre d'affaires en forte baisse de 12,3% à 368MDt. Pénalisé par la formule de répartition des quotas, l'importateur a écoulé 2990 unités courant 2019, soit une baisse fulgurante de 47,4%. Le succès retentissant de la marque CITROEN sur le segment des véhicules utilitaires s'est estompé devant l'attractivité de la marque nipponne ISUZU. Les revenus d'UADH ont accusé une chute de 35% à fin juin 2020.

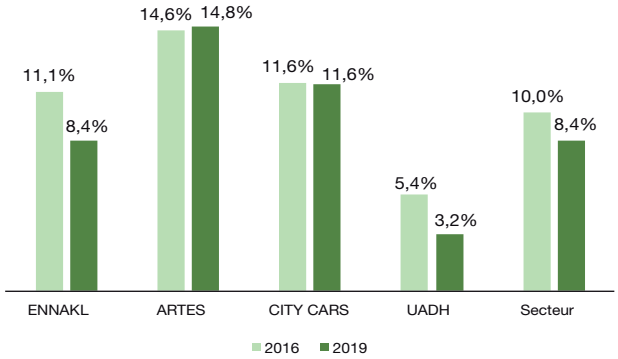
2) Une profitabilité en berne

- Malgré la révision à la hausse des prix des voitures (pour répercuter la dépréciation du dinar), les concessionnaires ont globalement vu leurs marges se rétrécir. La marge commerciale du secteur coté a régressé de 2,4 points de taux à 17,1%. Dans un contexte extrêmement concurrentiel, les différents concessionnaires ont eu une faible marge de manoeuvres pour réviser à la hausse les prix de vente et ont été contraints de stabiliser les prix sur certains produits pour parvenir à augmenter les ventes, qui serviront de base à la détermination des quotas. Cette stratégie a entraîné un affaissement des marges.
- Pour 2020, nous estimons que les niveaux de marges seront maintenus au même niveau que ceux de l'année précédente.
- **ARTES** est l'unique concessionnaire à avoir maintenu le même niveau de marge en 2019 par rapport à 2016 (à 19,6%). Le groupe affiche, en plus, **la meilleure marge du secteur coté**. Cette performance est expliquée en partie par l'important poids du service après vente dans les recettes du Groupe (10%) profitant d'un parc important et vieillissant. Il convient de souligner que le SAV est un pôle de rentabilité clé pour les distributeurs automobiles et compense partiellement le déclin des marges générées par l'activité 'véhicules neufs'.
- Comparé à 2016, le taux de marge brute du Groupe **ENNAKL** a perdu 40 points de base à 18,4%, un taux qui demeure supérieur à la moyenne du secteur.
- **CITY CARS** a, également, vu son taux de marge commerciale perdre 40 points de base à 14,8% malgré la montée en gamme des produits commercialisés avec le lancement très réussi de la nouvelle SPORTAGE à plus forte marge. Cette baisse s'explique par la forte dépréciation du dinar face au Yen. Le vieillissement du parc a permis, en outre, de développer les services après vente, qui représentent désormais plus de 8% du chiffre d'affaires du groupe.
- Porté par la baisse des ventes et le glissement du dinar face au Yen, **UADH** réduit la voilure (une décroissance de 70 points de base à 15,6%, soit la plus forte baisse du secteur).

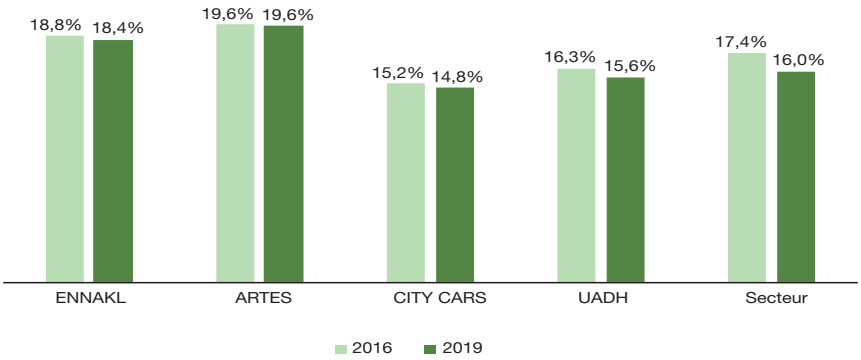
Evolution du dinar face au yen, dollar et à l'Euro



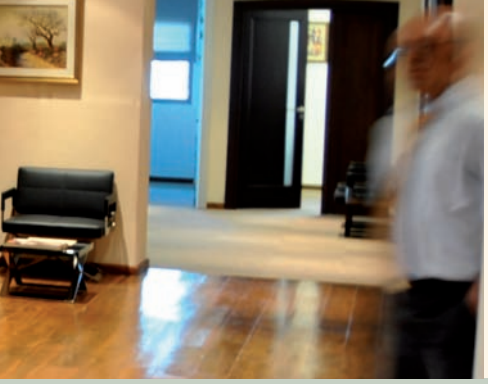
Evolution de la marge d'EBITDA



Evolution de la marge commerciale



- Depuis 2016, la faible évolution du chiffre d'affaires couplée à un effritement des marges a entraîné une baisse de la capacité bénéficiaire des concessionnaires.
- En 2019, la tendance baissière du résultat net agrégé du secteur coté s'est poursuivie (-7,5% à 52,2MDt) suite à la révision à la hausse du taux d'imposition (IS) des concessionnaires de 25% à 35%. Durant la période 2016–2019, l'érosion des marges nettes a été alarmante, notamment pour **UADH** (-6,4 points de pourcentage à –6,5%) et **ENNAKL** (-2,7 points de pourcentage à 5,2%) et dans une



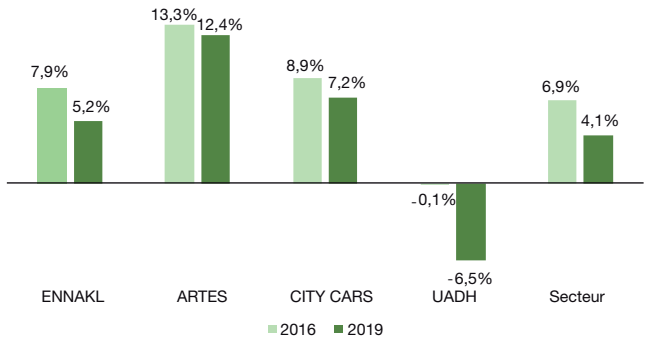
Evolution du résultat net du secteur

En MDt	2016	2017	2018	2019	TCAM 2016-2019	2020e
ENNAKL	31,3	29,8	23,5	24,3	-8,1%	19,6
ARTES	32,5	35,4	31,1	30,0	-2,6%	25,9
CITY CARS	15,9	14,8	14,3	15,3	-1,2%	15,7
UADH	-0,4	0,7	-12,3	-17,4	-	-36,0
Secteur	79,3	80,7	56,5	52,2	-13,0%	25,2

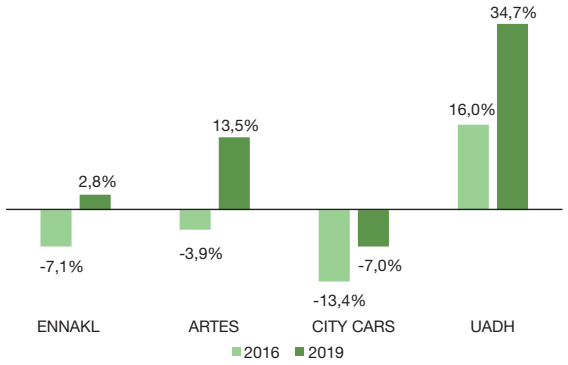
Evolution du ROE du secteur entre 2016-2019

	2016	2017	2018	2019	2020
ENNAKL	29,5%	28,1%	20,9%	20,7%	15,1%
ARTES	23,2%	24,4%	20,8%	18,5%	13,4%
CITY CARS	54,3%	46,9%	42,8%	43,5%	33,0%
UADH	-0,4%	0,7%	-13,6%	-23,8%	-64,9%
Secteur	26%	26%	21%	20%	14%

Evolution de la marge nette du secteur



Evolution du BFR (en % du CA) entre 2016-2019



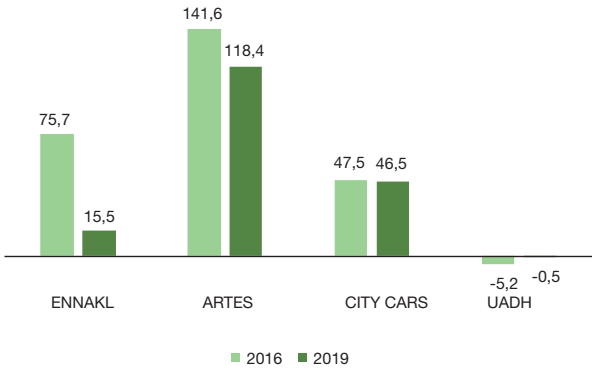
moindre mesure pour **ARTES** (-2 points de pourcentage à 12,4%) et **CITY CARS** (-1,6 points de pourcentage à 7,2%).

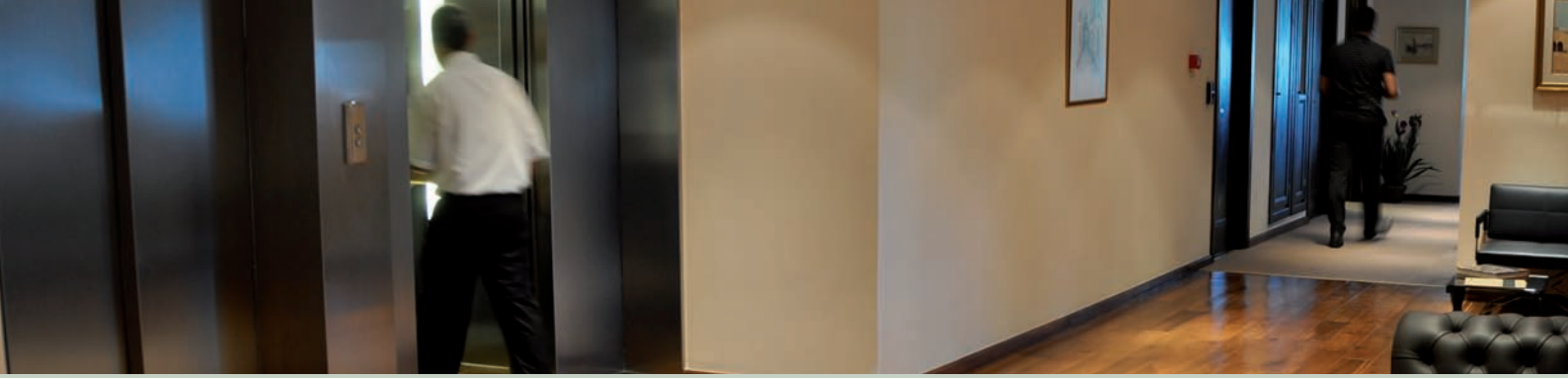
- En 2020, la capacité bénéficiaire du secteur sera pénalisée par la baisse du niveau d'activité mais surtout par le déficit estimé d'**UADH**.

4) Une structure bilancielle de moins en moins solide

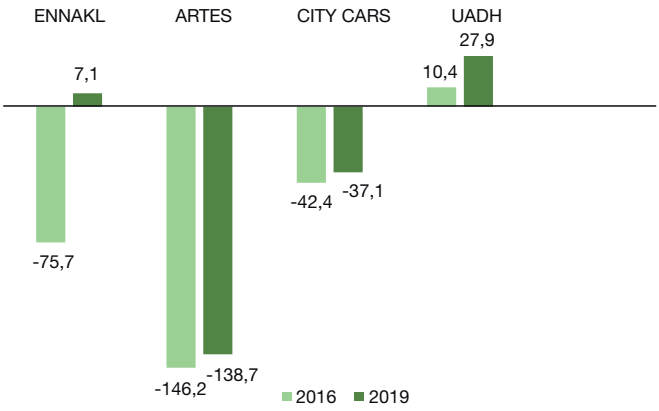
- Connus pour leur solide assise financière, les concessionnaires automobiles en Tunisie présentaient dans le passé une structure bilancielle atypique caractérisée par un BFR négatif, une trésorerie excédentaire et une dette nette négative.
- Depuis 2017, la donne a changé, le besoin en fonds de roulement a commencé à se faire sentir. Désormais, les concessionnaires connaissent des difficultés au niveau du cycle d'exploitation avec des délais clients qui se prolongent. En outre, le resserrement monétaire a aussi poussé les compagnies de leasing à exiger des délais de paiement plus courts (trois à quatre mois), ce qui a impacté la trésorerie des concessionnaires et les a contraint à recourir aux institutions financières pour se refinancer, augmentant ainsi leurs coûts.
- Les niveaux de trésorerie sont de moins en moins confortables comme le témoigne le graphique d'évolution du Free Cash Flow et de la dette nette.
- **ENNAKL** a été le concessionnaire le plus touché affichant une dette nette qui n'est plus négative ou à peine négative depuis 2017.

Evolution du FCF du secteur entre 2016-2019 en (MDt)





Evolution de la dette nette du secteur entre 2016-2019 (MDt)



III– Perspectives d'avenir

- En dépit d'une demande structurellement supérieure à l'offre, la persistance des tensions sur la balance commerciale limite drastiquement les quotas attribués au concessionnaires locaux.
- Les retombées économiques inédites, dont l'ampleur n'est pas encore définie, suite à la crise du Coronavirus ne feront qu'assombrir davantage les perspectives du secteur et rendre inaccessibles, du moins pour le moment, les revendications de la chambre syndicale des concessionnaires automobiles concernant la libéralisation du secteur, la suppression de la politique de quotas et la révision des taxes et droits appliqués au secteur.

- **La prudence reste donc de mise**. Le manque de visibilité sur le programme général d'importation et les difficultés économiques du contexte actuel rendent la tâche d'élaboration de prévisions difficile. Les prochains exercices nous semblent encore plus challengeants pour l'ensemble des opérateurs du secteur.

IV– Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs

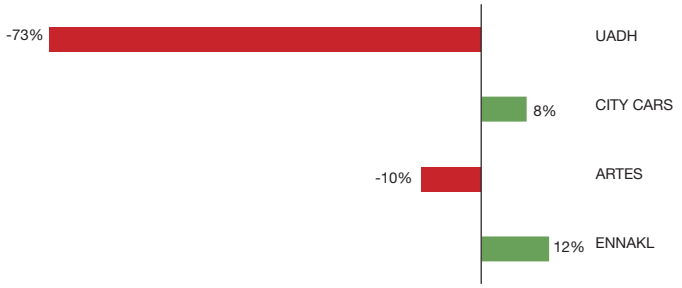
- Depuis 2015, une année record en termes d'immatriculations, un vent de panique a soufflé sur le secteur de la concession automobile coté. L'indice sectoriel a lâché plus d'un tier de sa valeur.
- Avec une capitalisation de 671MDt, le secteur traite à des multiples médians de 8,2x ses bénéfices et 4,5x son EBITDA attendus en 2020, un niveau de valorisation intéressant, moins cher que ses pairs.
- Nous estimons que le secteur coté en Tunisie tire profit de sa présence exclusive sur l'activité la plus margée celle de la concession, une activité plus profitable que celle de la construction ou de l'assemblage. Toutefois, le contexte économique détérioré du pays et l'absence d'un véritable plan de croissance pour chacune des sociétés mine vraisemblablement leurs réappréciations fondamentales à court terme et altère le sentiment du marché.

- **ARTES :** Le groupe s'affirme par la plus grande résistance en termes de rentabilité, comparativement à ses pairs. Il se distingue également par les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie, ce qui lui permet de palier à la volatilité de l'exploitation. A ce jour, le groupe affiche une trésorerie de plus 118MDt (quasi équivalent à la valeur marchande des fonds propres!). Cette assise financière solide soutient, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes, même si revue à la baisse suite aux retombées de la crise (un rendement en dividende estimé en 2020 de 9,6% contre 11,3% en 2019). Au regard des niveaux attrayants de la valorisation actuelle, nous recommandons le titre à l'Achat, particulièrement pour un CEA du fait de la rémunération attractive du titre.

- **CITY CARS :** La marque coréenne a réussi à préserver sa position de leader sur le segment des véhicules particuliers. La trésorerie du concessionnaire demeure solide. CITY CARS affiche un ROE exceptionnel (43% en 2019) ainsi qu'un rendement en dividende encore attrayant (9,3% 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. Le contexte difficile persistant nous amène à une sélectivité accrue. Nous recommandons de **Conserver le titre avec des perspectives positives**.

- **ENNAKL :** Le concessionnaire connaît les pressions liées à son cycle d'exploitation. Les fondamentaux du concessionnaire demeurent globalement bons et se comparent favorablement à la concurrence. Au vu de la valorisation chère comparée à la moyenne du secteur, nous recommandons de **Conserver** le titre.

Performance boursière du secteur depuis 2016



Multiples de valorisation du secteur

Société	Pays	VE /Ventes 2020(x)	VE/EBITDA 2020e(x)	PE/2020e(x)
Ennakl Automobiles SA	Tunisie	0,8	11,2	16,4
ARTES	Tunisie	0,0	0,1	6,0
CITY CARS	Tunisie	0,5	4,5	8,2
UADH	Tunisie	1,1	n.s	n.s
Auto Hall	Maroc	1,0	11,2	41,5
GB Auto	Egypte	0,9	14,1	3,1
M.M Group for Industry & International trade	Egypte	0,6	n.s	11,2
Motus Holdings limited	Afrique du Sud	0,2	3,6	8,4
Médiane		0,7	7,9	8,4
Médiane du secteur coté	Tunisie	0,7	4,5	8,2

Source: Infront Analytics

▪ **UADH :** Les fondamentaux du représentant de Citroën sont les moins bien positionnés par rapport au secteur particulièrement en termes de levier financier. Valorisation chère, comparativement à ses pairs, nous recommandons d'**Alléger** le titre.

Indicateurs boursiers par concessionnaire

	Capitalisation (MDt)	PER 2020e	P/B 2020	Yield 2020e	Opinion
ARTES	156,0	6,0	0,8	9,60%	Acheter
CITY CARS	129,2	8,2	2,7	9,30%	Conserver (+)
ENNAKL	321,0	16,4	2,3	4,10%	Conserver
UADH	65,0	n.s	1,3	0%	Alléger
Secteur Coté	671,2	10,1x	1,8x	6,20%	

** Données en date du 31 août 2020.*