

Sc

Souscrire

Prix : 10.700Df

Actionnariat après OPV:

Princesse Holding :	59.99%
Flottant :	40.00%
Tunisie :	30.00%
Maroc :	10.00%
Autres actionnaires :	0.01%

Capitalisation Boursière: **321MDf**

Période de Souscription :

Du 23 juin au 02 juillet inclus avec possibilité de clôture anticipée

Ratios de Valorisation:

(ENNAKL/ Marché)

P/E 2009 :	14.6x / 15.4x
P/E 2010e:	11.6x / 14.3x
P/B 2009:	7.6x/ 1.9x
P/B 2010e:	4.6x
Yield 2010e:	5.4%/ 2.5%

ROE 2009 : **68%**

Analyste chargée de l'étude :

Rym GARGOURI BEN HAMADOU

ENNAKL: Passer à une vitesse supérieure

Recommandation boursière

Le groupe ENNAKL est spécialisé dans la distribution de véhicules légers et des pièces de rechange. Son introduction se fera par offre publique de vente (OPV) et l'ouverture de 40% du capital au public : 30% sur le marché tunisien (96.3MDf) et 10% sur le marché marocain (32.1MDf), une première en Tunisie!

La cession de 40% du capital permettra :

- **à la société ENNAKL:** de bénéficier d'un abattement fiscal de l'impôt sur les sociétés de 30% à 20% pendant 5ans.
- **au groupe Princesse Holding:** de financer ses projets, à savoir la Banque Zitouna et la société d'assurance Ettakaful.

Notre recommandation positive sur la valeur repose sur plusieurs arguments: **(1)** un faible profil de risque, **(2)** des fondamentaux solides (situation financière confortable et rentabilité soutenue), **(3)** des niveaux de valorisation attrayants (P/E 10e 11.65x contre 14.30x pour le marché) et **(4)** une rémunération généreuse (yield 2010e de 5.4%).

■ Points Forts / Opportunités:

- Concessionnaire unique des marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN Utilitaires, AUDI et PORSCHE
- Leader sur le marché tunisien de l'automobile
- Une assise financière confortable (une trésorerie excédentaire de 55MDf)
- Démantèlement douanier prévu par l'Etat Tunisien qui devrait baisser les frais de douanes sur les voitures importées.
- Un taux de distribution en dividendes élevé (70%)
- La baisse de l'euro qui devrait réduire la facture d'approvisionnement d'ENNAKL

■ Points Faibles / Menaces :

- Dépendance des quotas d'importation fixés par la Direction Générale du Commerce Extérieur
- Risque de résiliation du contrat de concession par le constructeur bien que très faible

■ Caractéristiques de l'opération :

ENNAKL s'introduit en Bourse via une offre publique de vente de 40% du capital de la société (cession de 12 000 000 d'actions à un prix unitaire de 10.7Df, soit un total de 128.4MDf).

36.7% de l'offre a été alloué à des investisseurs institutionnels (locaux et étrangers) dans le cadre d'un placement garanti centralisé auprès d'un syndicat de placement composé d'Attijari Intermédiation en tant que chef de file, et de Tunisie Valeurs, Mac S.A. et FINACorp en tant que membres du syndicat. 38.3% de l'offre est ouvert au public sur le marché tunisien et 25% sur le marché marocain .

■ Répartition de l'offre

L'Offre à Prix Ferme sur le marché tunisien du Groupe ENNAKL portera 4 600 000 actions (15.3% du capital) et sera répartie en 4 catégories :

Catégorie	Définition	Nombre d'actions	En % du capital	En % de l'offre
A	Personnes physiques tunisiennes et étrangères sollicitant au minimum 50 actions (0.535KDt) et au maximum 999 actions (10.689KDt)	1 432 787	4.8%	31.1%
B	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM sollicitant au minimum 1 000 (10.7KDt) actions et au maximum 14 999 actions (160.489KDt)	1 508 197	5.0%	32.8%
C	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les OPCVM sollicitant au minimum 15 000 actions (160.5KDt) et au maximum 150 000 actions (1605KDt)	904 918	3.0%	19.7%
D	OPCVM détenant entre 50 (0.535KDt) et 150 000 actions (1605KDt)	754 098	2.5%	16.4%
Total		4 600 000	15.3%	100%

Les nouvelles actions souscrites porteront jouissance en dividende le 1er janvier 2010.

■ Présentation du groupe ENNAKL :

Créée à l'initiative des pouvoirs publics en 1965, la société ENNAKL a été privatisée et rachetée totalement par le groupe « Princesse Holding » en 2006.

La société ENNAKL détient des participations dans des sociétés présentes dans différentes lignes de métiers (distribution de véhicules industriels, immobilier, aviation, oléiculture).

Dans le cadre du recentrage de son activité sur la distribution de véhicules légers et dans la perspective de son introduction en Bourse, le groupe ENNAKL a procédé en 2009 à des opérations de restructurations financières. A fin 2009, le groupe se présentait comme suit :

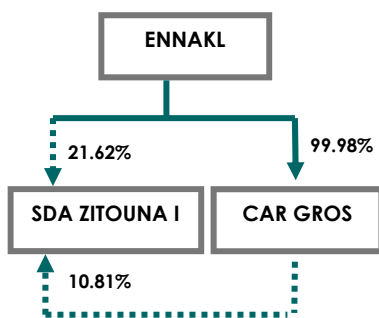
- **ENNAKL S.A.** : Concessionnaire automobile des marques : VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN Utilitaires, AUDI et PORSCHE et distributeur de pièces de rechange en détail.

- **CAR GROS** : Importateur officiel et distributeur en gros de pièces de rechange des marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN Utilitaires, AUDI et PORSCHE en Tunisie. CAR GROS est une filiale détenue totalement par ENNAKL .

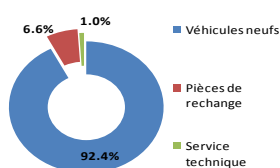
En 2010, les sociétés du groupe ENNAKL (ENNAKL SA et CAR GROS) ont participé à des augmentations de capital dans la société 'SDA ZITOUNA I' (société d'oléiculture). Ces prises de participations ne sont pas stratégiques, elles ont été motivées par des dégrèvements fiscaux .

L'essentiel des recettes du groupe provient de la vente des véhicules légers (92.4% du chiffre d'affaires), le reste est réparti entre vente de pièces de rechange (6.6%) et services techniques (1%).

Structure actuelle du groupe

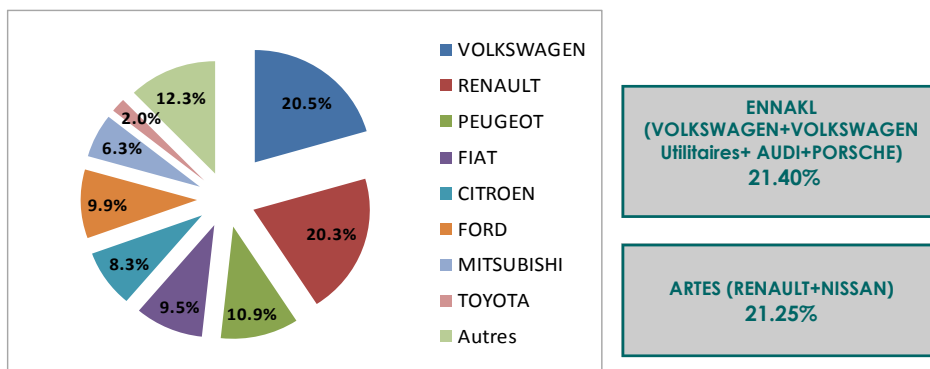


Structure du chiffre d'affaires du groupe



Position de leader sur le marché
(21.4%)

Les principaux acteurs de la distribution automobile en Tunisie en 2009

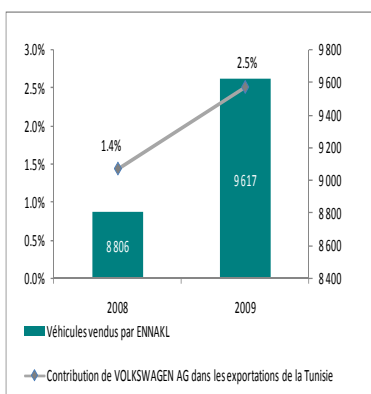
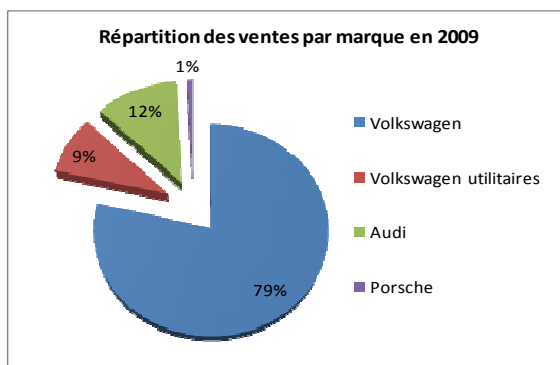


Répartition des ventes de la marque VOLKSWAGEN par modèle

Modèle	Part
POLO Taxi	30.8%
POLO 4CV	22.3%
POLO 5CV	13.8%
PASSAT	16.3%
JETTA	10.0%
GOLF	4.5%
Autres	2.3%

La POLO accapare plus de 66% des ventes de la marque VOLKSWAGEN

Le Groupe ENNAKL doit sa position à la marque VOLKSWAGEN qui représente la part prépondérante de son chiffre d'affaires (79%).



Une stratégie agressive d'expansion de la force de vente

Sur les deux dernières années, les ventes en volume du groupe ENNAKL ont sensiblement progressé (+19% contre +13% pour le secteur). Cette forte croissance est expliquée par l'augmentation des quotas d'importation attribués à ENNAKL.

En effet, le marché de la distribution de véhicules légers en Tunisie est régi par un système de quota fixé par la Direction Générale du Commerce Extérieur en fonction des objectifs macroéconomiques du pays, dont notamment la croissance de l'économie et la maîtrise de la balance commerciale.

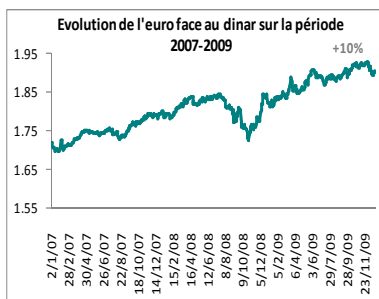
L'attribution des quotas dépend, de ce fait, directement de la contribution des constructeurs automobiles dans la coopération industrielle. Autrement dit, plus le constructeur étranger importe des composants automobiles de la Tunisie, plus son concessionnaire local est autorisé à importer des voitures. Ce fût d'ailleurs le cas pour le Groupe ENNAKL qui a profité ces dernières années de la hausse des importations de son constructeur VOLKSWAGEN AG pour vendre plus de véhicules en Tunisie.

Le Groupe ENNAKL a entamé depuis 2006 une stratégie agressive d'expansion de sa force de vente (+13 nouvelles agences entre 2006 et mai 2010) portant son réseau de distribution à 18 agences (y compris le siège). Ce réseau couvre les plus grandes villes tunisiennes (Grand Tunis, Sousse, Nabeul, Sfax, Gabes...) et devrait encore s'étendre pour renforcer la présence de la marque ENNAKL dans le Sud (Gafsa et Médenine).

*ENNAKL a transféré en 2009 son activité de distribution de véhicules industriels à EVI (filiale du Groupe Princesse Holding). La restructuration juridique est intervenue vers la fin de l'exercice 2009, mais le transfert effectif de l'activité s'est fait au cours du premier trimestre 2010. De ce fait, les comptes retraités 2009 permettent d'avoir une meilleure lecture des résultats sur la base du périmètre actuel du groupe (hors activité véhicules industriels).

** l'évolution des ventes de véhicules est la seule information retraitée dont on dispose sur les deux dernières années

Une croissance annuelle moyenne de 27% des ventes de véhicules légers sur la période 2007-2009



Les charges de personnel et commerciales sont les principaux postes de charges

* nette de dettes
Notons qu'ENNAKL détient des participations financières dans ATL et Attijari Bank totalisant 15MDt. Ces placements recèlent des plus values latentes de 11MDt

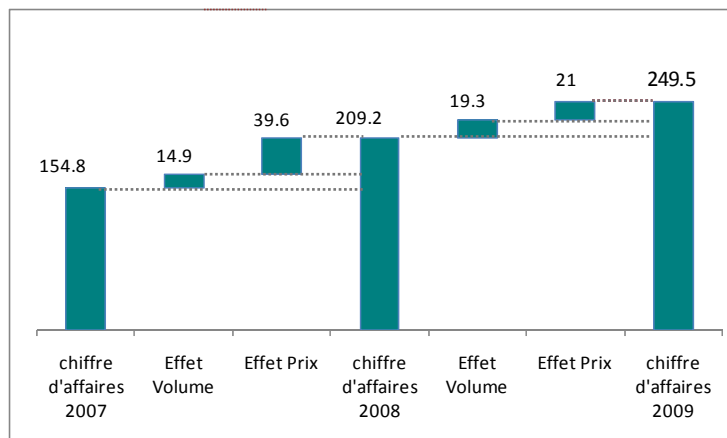
■ Analyse des comptes du Groupe ENNAKL:

Etant donné que le périmètre actuel du groupe ENNAKL n'est pas comparable à celui des dernières années, suite aux opérations de restructurations* intervenues vers la fin de l'année 2009, l'analyse de l'activité du groupe ENNAKL se limitera aux comptes 2009 retraités.

Au cours de l'année écoulée, le Groupe ENNAKL a affiché un chiffre d'affaires consolidé de 269MDt. L'essentiel de ce montant provient, comme on l'a déjà souligné, de l'activité vente de véhicules neufs (92.5% du CA à 249.5MDt).

Cette activité a connu une forte évolution sur les deux dernières années** (un taux annuel moyen de 27%), profitant d'un double effet : un effet prix et un effet quantité.

Ventilation de la croissance du chiffre d'affaires provenant des véhicules légers entre effet volume et effet prix en MDt



L'évolution de l'effet prix (+39MDt en 2008 et +21MDt en 2009) s'explique principalement par l'envolée du prix de l'euro face au dinar (+10% entre 2007 et 2009). Soulignons qu'ENNAKL importe les voitures en euro, elle se couvre pour cela par des contrats à terme sur devises et pourtant elle se trouve obligée de répercuter la hausse de l'euro sur le prix de vente des véhicules en Tunisie pour soutenir son taux de marge brute (14.5%).

Les principaux postes de charges pour le groupe sont les charges de personnel et les charges commerciales qui représentent respectivement 2.1% et 2.3% du chiffre d'affaires du groupe. Ces deux postes totalisant 12.7MDt épongent une bonne partie de la marge brute et ramènent le résultat d'exploitation à 24MDt.

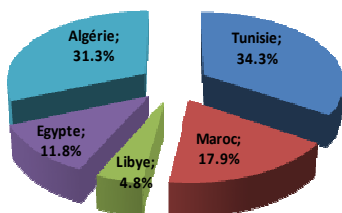
Quant aux charges financières, du fait de la nature de l'activité du groupe (distribution qui se matérialise par le paiement en cash des clients et le règlement différé des fournisseurs) la trésorerie nette* du groupe est structurellement excédentaire (+55MDt). La trésorerie est placée et génère au groupe des produits financiers qui couvrent largement ses dépenses.

Au final, le Groupe ENNAKL affiche un résultat net consolidé 2009 de 19.8MDt correspondant à une marge nette de 7.4% et une rentabilité des fonds propres (ROE) de 68%, un niveau qui dépasse de loin la rentabilité du groupe ARTES (41.8%).

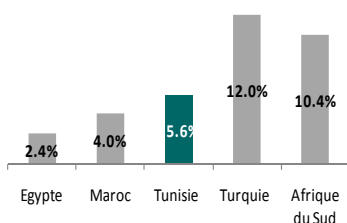
Une stratégie future articulée autour de trois grands axes

Une croissance sur l'horizon de prévisions (2009-2014) de :
 ♦ 13% du chiffre d'affaires
 ♦ 15.9% du résultat d'exploitation
 ♦ 16.1% du résultat net

Ventilation des exportations de la marque VOLKSWAGEN par pays en Afrique du Nord



Taux de pénétration des pays limitrophes



* Taux de pénétration =revenu des ventes de voitures /PIB

**Tenant compte de l'activité 'véhicules industriels'

■ Prévisions du Business Plan et perspectives d'avenir :

La stratégie du Groupe ENNAKL s'incline autour de trois grands axes :

1- L'Élargissement des gammes de produits:

Afin de consolider sa part de marché et renforcer son partenariat avec le groupe VOLKSWAGEN AG, le groupe ENNAKL a récemment lancé la marque SEAT (produit du groupe VOLKSWAGEN AG). Il compte également commercialiser la marque SKODA en 2011. Son objectif est de **(1)** compléter à terme l'offre des marques VOLKSWAGEN et AUDI et **(2)** renforcer la présence de son constructeur en Tunisie afin d'augmenter ses quotas d'importation.

2- Le développement du réseau de distribution

Le Groupe ENNAKL dispose actuellement d'un réseau de 18 agences (y compris le siège qui est doté d'un showroom multimarques). Vu la concentration de l'activité sur ce seul site, le groupe a entamé deux projets de showroom en 2008 pour la marque AUDI et PORSCHE qui seront opérationnels avant la fin de l'année. L'objectif du groupe est de porter le nombre de points de vente à 21 à fin 2011 et de mettre en place des réseaux de distribution dédiés par marque.

3- L'amélioration du service après vente

Le Groupe mise sur :

- l'amélioration de son service après vente afin d'assurer une meilleure proximité du client.
- la commercialisation d'une nouvelle gamme de pièces de rechanges adaptée au parc âgé de plus de 3 ans.

Le management table ainsi sur une croissance annuelle moyenne de 13.4% du chiffre d'affaires sur la période (2009-2014) passant de 269MDt en 2009 à 506MDt en 2014. Le résultat d'exploitation et le résultat net devraient croître à une plus grande cadence respectivement (+15.3% et +16.1% par an). Nous pensons que ces prévisions sont réalistes dans la mesure où la Tunisie est devenue un des marchés de prédilection pour le constructeur étranger VOLKSWAGEN. Avec le resserrement des ventes en Europe en raison de la succession des crises (crise financière mondiale, crise grecque), l'Afrique du Nord constitue désormais un véritable relais de croissance pour VOLKSWAGEN. En dépit de son positionnement en tant que premier importateur de voitures de la marque VOLKSWAGEN, la Tunisie recèle encore un potentiel de croissance notable (son taux de pénétration* est de 5.6% (contre 10.4% pour l'Afrique du Sud et 12% pour la Turquie).

Pour ce qui est de 2010, le management table sur un chiffre d'affaires de 378MDt (en progression de 16% par rapport aux comptes 2009 non retraités**). Il convient de souligner que le chiffre d'affaires 2010 tient compte d'une vente de stocks de 'véhicules industriels' totalisant 32MDt liée au transfert de cette à la société EVI (filiale du Groupe Princesse Holding).

L'exercice 2010 devrait, ainsi, se solder par un résultat d'exploitation de 32.9MDt (en progression de 21%) et un résultat net consolidé de 27.5MDt (en hausse de 25% par rapport au résultat 2009). Cette bonne performance émane principalement de l'activité véhicules légers dans la mesure où l'impact de l'activité véhicules industriels sur les chiffres 2010 ne concerne que le premier trimestre de l'année.

L'évaluateur a procédé à une surpondération de la méthode DCF

Une décote de 11.25% par rapport à la moyenne des méthodes utilisées

Sur la base de ce résultat, le management distribuera un dividende par action de 0.583Dt, correspondant à un payout de 70% et un rendement en dividende de 5.4% (un niveau nettement supérieur au marché 2.4% mais qui reste en ligne avec sa concurrente ARTES (5.8%)).

■ Evaluation et opinion de Tunisie Valeurs:

L'évaluation du groupe ENNAKL a été réalisée par Attijari Finances Tunisie et Ernst& Young sur la base de trois méthodes, à savoir : la méthode des discounted cash flows 'DCF', la méthode patrimoniale et la méthode des multiples.

Les travaux d'évaluation ont abouti aux résultats suivants :

Méthode d'évaluation	Présentation de la méthode	Valeur (MDt)	Pondération
DCF	Actualisation des free cash flow sur 10 ans à un taux d'actualisation de 13.33%	406.618	65.0%
Patrimoniale	Actif net réévalué ajusté de la valeur d'un goodwill	268.874	17.5%
Multiples	Valorisation basée sur des multiples boursiers observés sur un échantillon composé de sociétés cotées comparables	287.615	17.5%
Moyenne		362	

Le prix proposé d'introduction est de 10.7Dt correspondant à une valorisation de 321MDt, soit une décote de 11.25% par rapport à la moyenne pondérée des méthodes citées ci-dessus.

Sur la base de cette valorisation, le PER 2010e du Groupe ENNAKL s'élève à 11.7x (contre 14.3x pour le marché et 12.4x pour ARTES).

Ainsi, le faible profil de risque de la société, les fondamentaux solides (situation financière confortable et rentabilité soutenue), les niveaux de valorisation attractifs et la rémunération généreuse (yield 2010e de 5.4%), sont autant d'arguments qui font du titre ENNAKL une bonne valeur de fonds de portefeuille.

Nous recommandons donc de **Souscrire** à l'OPV.

Rubriques (KDt)	2 009	2009 Retraité	2010 P	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P	TCAM (09-14)
Chiffre d'affaires	326 119	269 586	377 992	400 555	437 843	471 028	506 440	13.4%
Progression	20%	-17%	16%	6%	9%	8%	8%	
Autres produits d'exploitation	2 409	1 465	1 990	2 213	2 369	2 579	2 731	
Transfert de charges	353	353						
Total Produits d'exploitation	328 881	271 404	379 981	402 769	440 212	473 606	509 171	13.4%
Progression			16%	6%	9%	8%	8%	
Variation de Stocks	-22 012	-22 012						
Achats consommés	305 617	254 293	328 530	345 393	377 442	406 116	436 581	
Marge brute	45 277	39 123	49 461	55 162	60 401	64 911	69 860	12.3%
Taux de marge brute	13.9%	14.5%	13.1%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	
Frais de personnel	7 620	5 626	7 760	8 155	8 622	9 097	9 597	11.3%
Progression	27%	-26%	2%	5%	6%	6%	6%	
Dotations aux Amortissements	2 281	2 281	1 593	1 657	1 579	1 515	1 570	-7.2%
Progression	-25%	0%	-30%	4%	-5%	-4%	4%	
Autres charges d'exploitation	8 218	7 070	9 167	10 009	10 793	11 736	12 275	11.7%
Progression	71%	-14%	12%	9%	8%	9%	5%	
EBITDA	29 439	26 427	34 524	39 211	43 355	46 657	50 718	13.9%
Progression			17%	14%	11%	8%	9%	
Marge d'EBITDA	9.0%	9.8%	9.1%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0%	
Résultat d'exploitation	27 157	24 145	32 931	37 554	41 775	45 142	49 148	15.3%
Progression	7%	-11%	21%	14%	11%	8%	9%	
Marge d'EBIT	8.3%	9.0%	8.7%	9.4%	9.5%	9.6%	9.7%	
Frais financiers	753	753	29					
Progression	18%	0%	-96%					
Produits financiers	828	828	2 437	3 322	3 683	4 388	5 171	44.2%
Progression								
Autres pertes ordinaires	306	306						
Autres gains ordinaires	3 666	3 666						
Impôt sur les sociétés	8 605	7 704	7 778	9 271	10 363	11 324	12 413	
Résultat Net Global	21 988	19 877	27 561	31 605	35 095	38 206	41 906	16.1%
Marge nette	6.7%	7.4%	7.3%	7.9%	8.0%	8.1%	8.3%	
Part des minoritaires	1	1	1	1	1	1	1	
Résultat Net Part du Groupe	21 988	19 877	27 560	31 604	35 094	38 205	41 905	16.1%
Progression	8%	-10%	25%	15%	11%	9%	10%	

Source: prospectus d'introduction