

ENNAKL

Distribution automobile

Mercredi 23 Juin 2010

Prix d'introduction : 10,700DT

Période d'ouverture de l'offre : du 23 Juin au 2 juillet 2010. L'OPF peut être clôturée par anticipation avec préavis.

Recommandation

ACHETER

Actionnariat

Actionnaires	Avant opération	Après opération
Sté Princesse Holding	99,99%	59,99%
Public sur la Place de Tunis	0,00%	30%
Public sur la Place de Casablanca	0,00%	10%
Total	100%	100%

Prix proposé pour le titre ENNAKL

DCF (mDT)	406 617
Multiples boursiers (mDT)	287 614
Goodwill (mDT)	268 874
Valeur moyenne des FP (mDT)	361 687
Prix par action (DT)	12,056
Décote	11,25%
Prix d'introduction (DT)	10,700

Ratio de valorisation

	2009	2010
BPA (DT)	0,663	0,919
PER (x)	14,60	11,65
PBK (x)	6,29	4,61

DIV : 0,300 DT

Pay-out 2009 : 44,8%

Pay-out 2010 : 70%

Yield 2009 : 2,8%

Yield 2010 : 5,4%

Offre Publique de Vente

Une affaire qui crée de la valeur...

La qualité des performances opérationnelles, le plan d'actions mis en place par la société ENNAKL, le pilotage infaillible de la création de valeur et les richesses foncières importantes nous confortent sur la qualité des fondamentaux du groupe et sur son aptitude à accroître sa capacité bénéficiaire. En outre, la croissance de Princesse Holding, principal actionnaire du concessionnaire, et la diversité du portefeuille d'activité de la société permettront d'améliorer la perception d'ENNAKL auprès des investisseurs. Ces éléments, ajoutés à une valorisation attractive, nous conduisent à une opinion d'achat sur le titre ENNAKL.

ETAT DE RESULTAT

	En mDT	2009	2009 retraité	2010	2011	2012	2013	2014
CA		326 119	269 586	377 991	400 555	437 842	471 027	506 440
Croissance		18,21%	-2,28%	15,91%	5,97%	9,3%	7,5%	7,5%
Marge Brute		43 309	37 304	49 461	55 162	60 401	64 911	69 859
Taux de la marge		13,28%	13,84%	13,09%	13,77%	13,80%	13,78%	13,79%
EBIDTA		30 541	26 426	34 523	39 211	43 354	46 656	50 718
Taux de l'EBIDTA		9,37%	9,80%	9,13%	9,79%	9,90%	9,91%	10,01%
EBIT		28 260	24 145	32 930	37 553	41 775	45 141	49 148
Marge de l'EBIT		8,67%	8,96%	8,71%	9,38%	9,54%	9,58%	9,70%
Résultat financier		-249	75	2 407	3 322	3 682	4 388	5 170
RNPG		21 987	19 876	27 560	31 603	35 093	38 205	41 904
Marge nette		6,74%	7,37%	7,29%	7,89%	8,02%	8,11%	8,27%
ROE		43,06%	40,60%	39,60%	37,76%	35,88%	33,88%	32,44%

La société ENNAKL Automobiles SA a tenu le 15/06/2010 à la cité des sciences sa première communication financière après l'obtention du visa du Conseil du Marché Financier pour s'introduire en bourse, et ce en présence du beau monde de la haute finance et de la sphère des affaires. La présentation a été animée par M. Mohamed Sakher EL MATERI qui a profité de cette occasion pour présenter la société, les avantages de l'introduction, les indicateurs et les perspectives de la société ENNAKL.

ENNAKL Automobiles est l'importateur et distributeur officiel en Tunisie des marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN Utilitaires, AUDI, PORSCHE et SEAT et prochainement SKODA.

Dates clefs

1965 : Création de la société ENNAKL Automobiles par un groupement d'entreprises publiques et lancement de la marque VOLKSWAGEN en Tunisie.

1975 : Lancement de la marque Audi

2006 : Privatisation de la société

2007 : Création de la société filiale CAR GROS, distributeur en gros de pièces de rechange.

2008 : Lancement de la marque PORSCHE et Ouverture de 4 nouvelles agences officielles ENNAKL Automobiles.

2009 : Ouverture de 6 nouvelles agences officielles ENNAKL Automobiles.

La société a été créée le 06 février 1965 par un groupement d'entreprises publiques dont la société EL BOUNIAINE, avec un capital initial de 100 000 DT.

Un parcours sans faute depuis 2006...

En 2006, la privatisation de la société ENNAKL permet l'entrée dans son capital de la société Princesse Holding à hauteur de 99,9%. Cette opération a marqué un tournant dans l'histoire de la société et lui a permis de se propulser en tête du secteur dans un laps de temps court et de nouer des liens privilégiés avec ses partenaires constructeurs ; le concessionnaire veille à s'aligner avec la stratégie du groupe VOLKSWAGEN AG. La filialisation de l'activité pièce de rechange par la création de « CAR GROS » entre dans le choix affiché de la société de se concentrer sur le cœur de métier qui est le véhicule léger.

Le parcours de ENNAKL au cours des trois dernières années relève du sans faute. En effet, la société est aujourd'hui leader de la distribution automobile en Tunisie en 2008 et en 2009 avec 9617 véhicules vendus et une part de marché de 21,4%. Elle prévoit étoffer sa gamme de produits avec la commercialisation à compter de 2010 de la marque SEAT et en 2011 des véhicules de marque SKODA.

La société ENNAKL a multiplié son chiffre d'affaires par 4 sur la période 2006-2009 et son résultat net par 17. Le Groupe ENNAKL a réalisé, en 2009, un chiffre d'affaires en évolution de 18,20% par rapport à 2008 à 326,2 MDT et un résultat net consolidé de 22 MDT en progression de 6,2% par rapport à 2008.

Les plans de relance commerciale ont démarré en 2008...

ENNAKL a consacré énormément d'effort pour diversifier ses produits et ses modèles. Des modèles « Golf », elle en vend entre 700 et 1000, la société peut se glorifier d'avoir une panoplie de modèle à sa disposition. Contrairement à d'autres concessionnaires, elle est multimarque. La société a envisagé des efforts pour que Volkswagen augmente les achats des pièces détachées et pouvoir, ainsi, disposer davantage de véhicules.

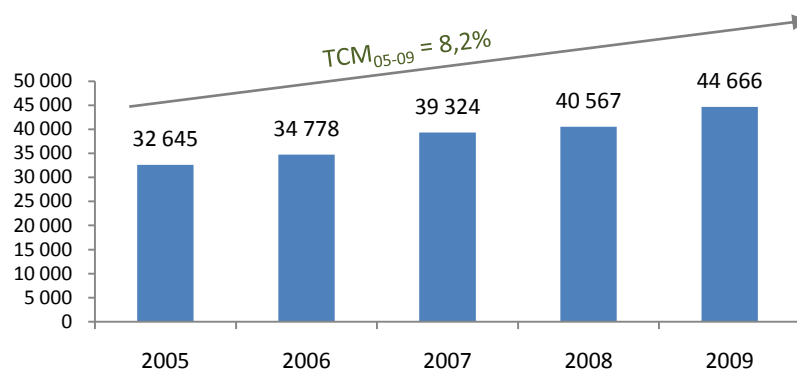
Un environnement concurrentiel clément entre concessionnaires qui restent concentrés sur les quotas...

Le marché tunisien de l'automobile a longtemps été des plus rentables, car il est des plus protégés. L'arrêté du 10 Août 1995, a permis d'une certaine manière de sanctuariser le marché tunisien de la distribution automobile et le système de quotas a été installé. Chaque concessionnaire se voyait attribuer un contingent de véhicule tributaire de la coopération industrielle avec le constructeur automobile auquel il est affilié.

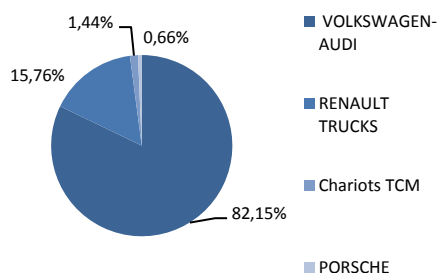
Par ailleurs, l'État contrôle la croissance du marché au point que les très fortes variations que subissent certaines marques d'une année à une autre ne sont pas dues à l'engouement du public pour un modèle précis, mais au volume d'investissements effectués par ces marques en Tunisie.

C'est ainsi qu'au niveau national, les répercussions de la crise internationale paraissent quasi-inexistantes, et la demande sur le marché demeure soutenue en dépit d'un ralentissement des écoulements des constructeurs à l'échelle internationale.

Évolution des ventes de véhicules légers en Tunisie (en unité)



Ventilation des ventes par marque



Une dépendance envers les fournisseurs de plus en plus réduite pour ENNAKL...

De part la nature du contrat de concession, ENNAKL dépend entièrement de son principal fournisseur à savoir VOLKSWAGEN qui représente en 2009, 82% des ventes. Dans le cadre de ce partenariat, les deux parties évoluent en parfaite communion et ce à travers la poursuite des mêmes objectifs et stratégies. Ces politiques ambitionnent la consolidation des parts de marché de la marque grâce à l'amélioration de l'image et du positionnement de la marque sur un marché tunisien caractérisé par un penchant assez affirmé aux voitures allemandes. Dans ce cadre, ENNAKL bénéficie du savoir faire, de la fiabilité et de l'expérience de sa maison mère qui compte à son actif un nombre innombrables de filiales de part le monde. Pour réduire cette dépendance, le concessionnaire s'est converti selon les objectifs fixés par le nouveau management, en distributeur multimarques visant plusieurs segments de marché par l'introduction de trois nouvelles marques depuis l'année 2008 : Porche (2008), SEAT (2010), SKODA (2011) ; une stratégie qui sera payante pour la société.

	2008 retraité	2009
FR	7 524	18 565
BFR	-8 914	-23 246
Trésorerie nette	16 438	41 811

Pour des changements dans le périmètre de consolidation du groupe ENNAKL et pour les besoins de comparabilité les données 2008 ont été retraitées. Entre autres, l'activité TRUCKS a été écartée.

Un business model solide...

La situation financière d'ENNAKL qui n'a cessé de s'améliorer au cours des dernières années, est aujourd'hui solide. L'analyse de l'équilibre financier du groupe ENNAKL atteste de cette solidité. Le groupe dispose d'un besoin en fond de roulement négatif de 23MDT, qui se suit par une trésorerie nette excédentaire de 41MDT. Etant donné que l'activité de base du groupe est la concession automobile, il est donc tout à fait légitime d'avoir une trésorerie nette excédentaire. En effet, le paiement des clients se fait au comptant, alors que le remboursement des fournisseurs se fait à un délai moyen de 180 jours. Profitant de cette situation, l'excédant de liquidité du groupe ENNAKL est alors placé. En 2009, les produits des placements du groupe ont atteint 1,473 MDT.

Un patrimoine immobilier riche...

Le groupe se caractérise par une structure désendettée, dont l'actif net réévalué couvre entièrement sa dette fournisseur en 2009. En effet, la société détient des réserves foncières intéressantes dont les plus latentes afférentes atteignent les 79MDT.

	Superficie (m2)	Réévaluation	VCN	Plus value
Terrain goulette	64 412	56971	6639	50332
Terrain Chargaia	30939	16398	574	15824
Local Chargaia	24661	7003	263	6740
Showroom Chargaia	760	1292	2819	-1527
Ateliers et dépôt Chargaia	8371	5157	2327	2830
Showroom la goulette	4685	7501	2561	4940
Total	133 828	94 322	15 183	79 139

Source : prospectus de l'OPF

Des marges financières reposantes...

Les revenus de la société ont atteint en 2009, 326 MDT provenant essentiellement du noyau dur de la société, à savoir l'activité de vente des véhicules neufs (91%). La progression du chiffre d'affaires a été remarquable entre 2008 et 2009 dépassant la barre des 18% dûe essentiellement à effet volume mais aussi à une montée en gamme des voitures. Le Groupe semble capitaliser sur son fort positionnement sur divers segments d'activité.

Dans une proportion moindre, son résultat opérationnel consolidé passe de 25,999MDT en 2008 à 28,260MDT à fin décembre 2009. La marge d'exploitation s'établit ainsi à 8,67%, en contraction de 0,8 points.

En mDT	2008	2 009
CA	275 885	326 119
Marge brute	13,47%	13,28%
EBIDTA	29 166	30 541
Marge EBIDTA	10,57%	9,37%
EBIT	25 999	28 260
Marge EBIT	9,42%	8,67%
RNPG	20 702	21 987
Marge Brute	7,50%	6,74%

Intégrant un résultat financier consolidé de - 0,249MDT (contre 0,662 MDT à fin 2008) probablement suite à la réalisation d'un bilan de change négatif, le résultat net part du groupe ressort à 21,987MDT, en hausse de 6,21% par rapport à fin 2008. Par conséquent, la marge nette se fixe à 6,73% en 2009 contre 7,5% à fin 2008.

ENNAKL ...Une affaire qui crée de la valeur

La création de valeur est aujourd'hui le critère essentiel du marché financier, au delà de ses vertus reconnues dans le pilotage des sociétés. Conjointement au ROE (*Return On Equity*), la méthode EVA permettra ainsi d'évaluer de façon précise les performances des entreprises et de sensibiliser leurs dirigeants au coût du capital investi. *L'Economic Value Added* se définit par la différence entre le revenu net d'impôts généré par l'exploitation et la rémunération des capitaux engagés au coût du capital.

Les chiffres d'ENNAKL démontrent ainsi une vraie volonté de considérer l'entreprise comme un outil de création de valeur ; Une rentabilité économique (ROCE) exceptionnelle dépassant les 60% en 2009 et une rentabilité financière de 43,09%. Le constat est sans appel, le (ROCE) du concessionnaire est supérieure au coût exigé par ses actionnaires (absences de bailleurs de fonds), d'où une création importante de valeur économique (EVA).

Le calcul de l'EVA en pourcentages, fait ressortir une valeur ajoutée positive sur l'année 2009 avoisinant les 30%, équivalent à dire que 300 DT de richesses sont créées pour 1 000 DT investis en capital.

	2008	2 009
ROE	46,73%	43,09%
ROCE	61,45%	61,18%
Rendement exigé par les actionnaires ⁽¹⁾	13,33%	13,33%
Création de valeur (EVA en pourcentages)	33,40%	29,76%

⁽¹⁾ Coût des fonds propres calculé par l'évaluateur

Des objectifs de rentabilité ambitieux...

En ce qui concerne les perspectives 2010-2014, ENNAKL prévoit une croissance significative de son chiffre d'affaires, soit 7,59% en croissance annuelle sur la période. La stratégie du concessionnaire consiste donc à faire progresser son résultat d'exploitation, non pas à travers une augmentation de ses marges liée à une politique

tarifaire élevée qui ne serait pas tenable dans le temps, mais principalement grâce à une progression de ses ventes (à surfaces constantes mais aussi à travers l'ouverture de nouveaux magasins) tout en réinvestissement, une partie des gains de productivité qu'il réalise dans le réseau de distribution, et unités de production de pièces de rechanges. Le lancement de 7 nouveaux projets dans l'industrie de composants automobile par le groupe VOLKSWAGEN AG en Tunisie est prévu sur les cinq ans à venir.

Programme d'investissement 2010-2014

Investissement en Dt	2010	2011	2012	2013	2014
ENNAKL	6 179 565	2 950 000	1 150 000	500 000	500 000
Car Gros	300	200	50 000	50 000	50 000
Investissement total	6 479 565	3 150 000	1 200 000	550 000	550 000

Cette stratégie permet à ENNAKL d'entrer dans un cercle vertueux de croissance rentable et de son résultat net sur les années à venir afin d'accomplir certaines stratégies de développement :

- Élargissement des gammes de produits avec le lancement de la marque SEAT en 2010, la commercialisation de la marque SKODA en 2011 et la diversification des modèles des marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN Utilitaires, AUDI et PORSCHE.
- Développement du réseau de distribution avec l'ouverture de 3 agences officielles en 2010, et de 4 agences officielles en 2011, portant ainsi à 21 le nombre d'agences officielles.
- Déploiement d'un réseau de distribution dédié aux autres marques à compter de 2010.
- Amélioration de la qualité du Service après vente SAV et optimisation de la satisfaction clients à travers la mise en place d'un Customer Satisfaction Service, la création du concept « Express Service » et la commercialisation d'une nouvelle gamme de pièces de rechange adaptées au parc âgé de plus de 5 ans.

Objectifs de l'introduction en bourse

L'introduction en Bourse de ENNAKL Automobiles, dans le cadre d'une double cotation à la Bourse de Tunis et à la Bourse de Casablanca, s'inscrit dans la continuité du processus de développement et de modernisation entrepris par la société depuis sa privatisation en 2006 et vise à :

- Institutionnaliser la société et son capital en ouvrant l'actionnariat au grand public et aux investisseurs institutionnels.
- Poursuivre et renforcer la logique de transparence et de performance dans laquelle s'inscrit la société en se soumettant à la cotation du marché.
- Faciliter le recours à des financements externes grâce à un accès direct aux marchés financiers et bénéficier de l'avantage fiscal.
- Lever des fonds afin d'accompagner le développement du groupe Princesse Holding et plus particulièrement son pôle financier.
- Participer au rapprochement des places boursières de Tunis et de Casablanca et par la suite au développement de la coopération et des échanges financiers entre la Tunisie et le Maroc.

Caractéristiques de l'opération d'ouverture de capital

Motivée par l'avantage fiscal, et la notoriété que peut apporter une introduction en bourse, la société ENNAKL a décidé d'ouvrir son capital à hauteur de 40%. L'offre globale portera sur 12 000 000 actions à 10,700 DT (1 DT nominal) chacune, totalisant ainsi un montant de 128,4 MDT dont 47,080MDT destinés à un placement auprès d'investisseurs étrangers, et 81,320MDT faisant l'objet d'une offre à prix ferme qui lui permettra une double cotation sur la bourse de Tunis et celle de Casablanca. La diffusion se fera de la manière suivante:

- 3 000 000 d'actions, représentant 25% du total des actions offertes dans le cadre de l'opération, seront placées sur la place de Casablanca.
- Une Offre à Prix Ferme (OPF) de 4 600 000 actions, soit 38,3% du nombre total des actions offertes. La répartition des titres offerts se fera au prorata de la quantité offerte par rapport à la quantité demandée et selon la classification suivante :

Le contenu et les informations fournis dans le cadre de cette publication ne sont d'aucune garantie, implicite ou explicite. La responsabilité de Maxula Bourse ne peut être retenue directement ou indirectement suite à l'utilisation des informations par les lecteurs. Les analyses diffusées par Maxula Bourse ne constituent qu'une aide à la décision.

Catégories	Nombre de titres	% du capital	Répartition de l'OPF
(A) Ordres réservés aux personnes physiques tunisiennes et étrangères désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 999 actions.	1 432 787	4,8%	31,1%
(B) Ordres réservés aux personnes physiques et/ou morales, tunisiennes et/ou étrangères autres que les investisseurs institutionnels tels que définis par l'article 39 du règlement General de la Bourse de Tunis et désirant acquérir au minimum 1 000 actions et au maximum 14 999 actions.	1 508 197	5,0%	32,8%
(C) Ordres réservés aux personnes physiques et/ou morales, tunisiennes et/ou étrangères autres que les investisseurs institutionnels tels que définis par l'article 39 du règlement General de la Bourse de Tunis désirant acquérir au minimum 15 000 actions et au maximum 150 000 actions.	904 918	3,0%	19,7%
(D) Ordres réservés aux SICAV tunisiennes et FCP tunisiens désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 150 000 actions.	754 098	2,5%	16,4%
Total	4 600 000	15,3%	100%

Maxula bourse

Rue du Lac Leman, Centre Nawrez-
 1053-Ls Berges du Lac
 Tel : (+216 71) 960 530/ 960 292
 Fax : (+216 71) 960 565

E-mail :
nabil.nouihech@maxulabourse.com.tn
meriam.slimani@maxulabourse.com.tn