



Département
Recherches & Analyses

CITY CARS



Introduction en Bourse

Souscrire

Octobre
2013

MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn



Bourse
Tunis
Secteur

Distribution Automobile

Souscrire Investment Highlight

Prix de l'Introduction	10,950 DT
Période de Souscription	du 21 octobre 2013 au 08 novembre 2013 inclus
Fonds levé	25 000 000 DT
Titres à offrir	4 050 000 actions
Valeur Nominale	1 DT
Jouissance des actions	1^{er} Janvier 2013
Flottant	30%
Capitalisation Boursière*	147 825 000 DT

* Après OPF

Actionariat		
Actionnaires	Avant l'Offre	Après l'Offre
Automobile Investment Company	56,700%	56,700%
Al Karama Holding	30,747%	0,747%
Tunisian Investment Cars	10,000%	10,000%
M. Hafiz El Materi	2,493%	2,493%
M. Moncef El Materi	0,013%	0,013%
Mme. Naimia El Materi	0,013%	0,013%
Mme. Holya el Materi	0,013%	0,013%
Société Méditerranéenne d'Équipement	0,013%	0,013%
M. Mehdi Mahjoub	0,007%	0,007%
Mme. Amel Bouchamaoui	-	-
Public	0%	30%
TOTAL	100%	100%

• En 2012, la production mondiale de véhicule a progressé de 5%, à 84,1 millions. Dans la même lignée, les ventes mondiales d'automobiles se sont accélérées durant l'été 2013, pour passer de 4 % en Juin à 6,5% en juillet et août 2013.

• KIA Motors a marqué une croissance soutenue de son activité au cours des ces dernières années, matérialisée par des ventes en évolution continue s'établissant à 2 710 milliers d'unités à fin 2012.

• En Tunisie, le marché de la distribution automobile est très fragmenté, constitué d'une vingtaine d'acteurs dans le segment des véhicules légers (particuliers et utilitaires). Il est dominé par les marques européennes qui accaparent plus de 70% du marché.

• Étant le premier constructeur non européen sur le secteur de la distribution automobile en Tunisie, KIA se positionne à la 6^{ème} place avec 7% de part de marché en termes de véhicules légers et à la 5^{ème} position, avec 9,3% de part de marché sur le segment véhicules particuliers, à fin 2012.

• CITY CARS table sur une croissance annuelle moyenne importante de ses revenus (plus de 17%), par l'élargissement son offre de véhicules haut de gamme.

• Une activité fortement génératrice de cash, offrant à la société une indépendance financière et des opportunités de placement intéressantes.

• CITY CARS offre un rendement en dividende attrayant à 5,02%

Recommandation

CITY CARS évolue dans un secteur très fragmenté et toujours régularisé par les autorités gouvernementales. Toutefois, la libéralisation du secteur automobile, espérée par le management de la société, pourrait améliorer davantage les réalisations commerciales de la société.

Par ailleurs, le concessionnaire du leader coréen disposera d'une position de cash importante qui peut compenser, dans une certaine mesure, le manque de visibilité sur le secteur automobile, qui reste tout de même, fortement corrélé à la conjoncture économique mondiale.

Sur la base d'un prix d'introduction de 10,950 DT, la valeur d'entreprise est de 1,48x le chiffre d'affaires 2013e. En termes de bénéfices, le titre est offert à 12,8x et 11,5x les bénéfices estimés de 2013 et 2014, respectivement.

Par conséquent, et au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société City Cars s'inscrit dans une optique de placement à moyen terme.

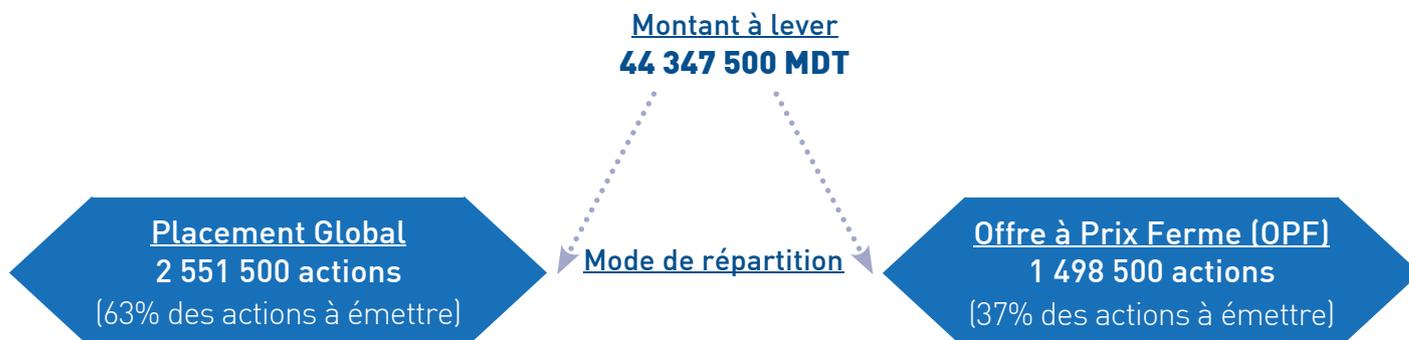
Tableau de bord Boursier

En mDT	Revenus	EBITDA	EBIT	RN	ROE	ROA	BPA	PER*	PBK*	YIELD*	VE/CA*	VE/EBITDA*
2012	84 245	10 947	10 336	8 336	52,4%	18,4%	0,62	17,7	6,09	5,02%	1,45	11,17
2013 e	99 766	13 364	12 976	11 506	69,1%	16,8%	0,85	12,8	5,25	5,52%	1,08	8,07
2014 p	110 433	15 844	15 218	12 814	64,1%	16,79%	0,95	11,5	4,50	6,09%	0,94	6,53
2015 p	144 96	21 271	20 288	17 071	71,7%	17,78%	1,26	8,7	3,62	8,11%	0,61	4,16
2016 p	165 670	24 975	23 957	20 25	70,1%	18,25%	1,50	7,3	3,01	9,57%	0,45	3,01
2017 p	188 962	29 310	28 271	23 933	68,4%	18,64%	1,77	6,2	2,51	-	0,31	2,02

* considérant le prix d'introduction de 10,950 DT

CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

Introduction en bourse CITY CARS
Cession de capital de 4 050 000 actions à 10,950 DT l'action
30% du capital après augmentation



Les actions offertes dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme seront réparties en cinq catégories :

Catégories	Montant en DT	Nombre d'actions	Répartition en pourcentage	
			De l'OPF	du capital social après cession
Catégorie A				
Personnes physiques et/ou morales Tunisiennes, sollicitant au minimum 2 000 actions et au maximum 67 500 actions pour les non institutionnels et 675 000 actions pour les institutionnels.	11 086 875	1 012 500	67,57%	7,50%
Catégorie B				
Personnes physiques et/ou morales Tunisiennes sollicitant au minimum 10 actions et au maximum 1 999 actions.	1 821 642	166 360	11,10%	1,23%
Catégorie C				
Personnes physiques et/ou morales étrangères, sollicitant au minimum 2 000 actions et au maximum 67 500 actions pour les non institutionnels et 319 640 actions pour les institutionnels.	3 500 058	319 640	21,33%	2,37%
Total	16 408 575	1 498 500	100%	11,1%

ÉVALUATION

L'évaluation de la société CITY CARS a été effectuée sur la base des méthodes d'évaluation financière suivantes:

- La méthode des Discounted Cash flows (DCF),
- La méthode des comparables boursiers.
- La méthode des transactions comparables

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

Méthode	Pondération	Valeur des fonds propres (Millions TND)	Prix par action (TND)
Discounted Cash Flows	50%	174,2	12,904
Comparables Boursiers	25%	140,2	10,385
Transactions comparables	25%	172,2	12,756
Valeur moyenne		165,2	12,237
Valeur après décote de 10,5%		147,825	10,950

Les fonds propres (Equity) du distributeur automobile **CITY CARS** sont évalués à 147,825 MDT ce qui correspond à 10,950 DT par action de valeur nominale 1 DT, soit une décote de 10,5% sur la base des résultats de l'étude d'évaluation.

Compte tenu d'un prix d'introduction de 10,950 DT, le titre **CITY CARS** se transige à 17,7x son chiffre d'affaires consolidé de 2012 et à 12,8x celui de 2013e. En outre, le titre présente un rendement de dividende estimé à 5,5% pour l'année 2013.

MARCHÉ AUTOMOBILE MONDIAL

VERS UNE ANNÉE RECORD EN 2013

Les ventes mondiales d'automobiles se sont accélérées durant l'été 2013, la progression est passée de 4 % en Juin à 6,5% en juillet et août 2013. Cette amélioration est tributaire aux évolutions à deux chiffres atteintes aux États-Unis, en Asie, et notamment en Chine, principal marché automobile au monde par sa taille et son dynamisme.

De part les derniers chiffres publiés, les ventes devraient encore croître en 2013 pour atteindre un nouveau record.

Selon l'agence R.L. Polk & Co (IHS), le marché mondial des ventes d'automobiles devrait croître de 4,4% en 2013 contre 8,5% en 2012. Au total les ventes mondiales devraient dépasser les 74 millions d'unités et atteindre 74,6 millions contre 71,5 en 2012. Sur la même lignée, le marché devrait continuer sur la même pente en 2014 avec +4,3% et 77,9 millions d'unités au total.

LA PRODUCTION MONDIALE DE VÉHICULES

RÉPARTITION DE LA PRODUCTION MONDIALE DE VÉHICULES

Zone Géographique	Voitures particulières				Voitures Utilitaires				Total		Variation
	2011		2012		2011		2012		2011	2012	2011-2012
	Milliers	%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers	%	Milliers	Milliers	%
Europe	18 279	30,5	17 382	27,6	2 675	13,4	2 439	11,6	20 954	19 821	-5,4
Amérique	8 762	14,6	10 159	16,1	9 032	45,2	9 864	46,8	17 794	20 023	12,5
Asie-Océanie	32 481	54,2	35 147	55,7	8 094	40,5	8 563	40,6	40 576	43 710	7,7
Afrique	376	0,6	381	0,6	181	0,9	205	1,0	557	586	5,3
Total	59 898	100,0	63 069	100,0	19 982	100,0	21 071	100,0	79 881	84 140	5,3

Sources: OICA, CCFIA

En 2012, la production mondiale de véhicules a progressé de 5% à 84,1 millions de véhicules, soit le troisième niveau record après la chute de 2009. Cette hausse a représenté en volume 4,3 millions de véhicules.

Dans les zones développées, l'évolution du niveau de production par rapport à celui de 2007 est contrastée; elle est en baisse en Europe occidentale (-23%) et au Japon (-14%), mais en progression de 2% en ALENA (Canada, Etats-Unis, Mexiques) et de 12% en Corée de Sud.

Dans les zones des pays émergents, qui constituent le pôle d'expansion automobile actuel, la production est nettement supérieure à celle de l'avant crise. En 2012, elle a progressé par rapport à 2007 de plus de 40% en Asie-Océanie (elle a plus que doublé en Chine) de 14% en Amérique latine et de 13% dans les nouveaux Etats membres de l'Union européenne.

**84,1 Millions,
Niveau Record
du nombre de
Véhicules Produits
dans le monde en
2012**

En 2012, la production de voitures particulières et utilitaires a augmenté quasiment au même rythme (+5%). À l'inverse des années précédentes, la croissance des véhicules particuliers a été inférieure à celle des véhicules utilitaires, du fait de la survenance de la crise. Cependant, les évolutions sont néanmoins contrastées selon les zones géographiques.

En Europe, le recul de la production des voitures particulières est moins élevé que celui des véhicules utilitaires (respectivement -5% et -9%). Quant à l'Asie-Océanie, qui représente plus de la moitié de la production mondiale, la croissance de la production indonésienne (+27%) s'est accéléré à l'inverse de celle de l'Inde (+6%).

LES INDICES DE PRIX AUTOMOBILES

ÉVOLUTION DE L'INDICE DE PRIX AUTOMOBILES DANS LE MONDE

Année	Prix à la Consommation	Prix des automobiles neuves	Prix des pièces détachées, accessoires, et de l'entretien et réparation de véhicules personnels	Prix des Carburants
2010	1,5%	0,3%	3,0%	13,4%
2011	2,1%	2,4%	2,3%	14,3%
2012	2,0%	2,6%	2,5%	4,9%

Sources: CCFA

En 2012, l'indice des prix des automobiles neuves a augmenté de 2,6 %, soit 0,6 point de plus que l'inflation. Depuis 1995, l'indice des prix réels des voitures neuves a diminué de 14 %. Cette évolution est également observée au niveau européen.

Après la baisse du deuxième semestre de 2009, la croissance des prix des carburants avait fortement accéléré en 2010 et 2011 avant de ralentir en 2012. L'indice des prix réels des carburants a atteint néanmoins, un nouveau niveau record à 160 contre 150 en 2008.

L'indice des prix des pièces détachées, accessoires, et de l'entretien et réparation de véhicules a progressé de 2,5 % en 2012, soit similairement à 2011, à un rythme proche de celui de l'inflation.

LE CLASSEMENT MONDIAL DES CONSTRUCTEURS D'AUTOMOBILES

Les 13 premiers constructeurs, dont le constructeur asiatique Hyundai-Kia, représentent les trois quarts de la production mondiale et produisent plus de deux millions de véhicules chacun.

Le constructeur Asiatique, Hyundai-Kia a conservé son rang en 2012

Constructeurs	Rang Mondial	Tous Véhicules	Voitures Particulières	Voitures Utilitaires
Toyota-Daihatsu-Hino	1	10 104	8 382	1 722
General Motors (Opel-Vauxhall-GM Daewoo)	2	9 285	6 609	2 677
Groupe Volkswagen (Porsche, Man et Scania inclus)	3	9 255	8 577	678
Hyundai-Kia	4	7 126	6 761	365
Ford	5	5 152	2 680	2 472
Nissan	6	4 889	3 831	1 058
Fiat-Chrysler	7	4 505	2 159	2 346
Honda	8	4 111	4 078	32
Psa Peugeot Citroën	9	2 911	2 554	358
Suzuki-Maruti	10	2 894	2 484	410
Renault-dacia-samsung	11	2 676	2 303	373
Daimler (Evobus et Fuso inclus)	12	2 195	1 456	740
BMW (Mini inclus)	13	2 065	2 065	0
SAIC	14	1 784	1 523	260
Tata (Telco, Jaguar, Land Rover, Tata Daewoo)	15	1 241	744	497

Sources: OICA, CCFA

Hyundai-KIA, Dans la cour des grands

D'année en année, Hyundai-Kia poursuit son expansion. Déjà quatrième groupe mondial, l'ogre coréen a également changé de dimension.

La part combinée du premier constructeur automobile sud-coréen, Hyundai Motor Co, et de sa filiale Kia Motors Corp. sur le marché mondial a atteint un niveau record en 2012, soutenue par leurs ventes mondiales qui ont été suffisamment solides. Hyundai Motor et Kia Motors ont écoulé l'année dernière un total de 7,1 millions de voitures pour représenter 8,8% du marché mondial, en hausse de 0,2 point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

Pour sa part, KIA Motors a marqué une croissance soutenue de son activité au cours de ces dernières années. Ses ventes ont crû de 9,38% entre 2010 et 2011 pour s'établir à 2 710 milliers d'unités à fin 2012.

	2010		2011		2012	
	Milliers d'Unités	%	Milliers d'Unités	%	Milliers d'Unités	%
Corée	483	23%	492	20%	481	18%
US	356	17%	485	20%	558	21%
Europe	258	12%	290	12%	332	12%
Chine	333	16%	433	17%	481	18%
Reste du Monde	658	32%	778	31%	858	32%
Total	2 088	100%	2 478	100%	2 710	100%

Sources: Prospectus CITY CARS

Néanmoins, le consortium automobile sud-coréen prévoit une légère croissance de ses ventes mondiales en 2013 à 7,4 millions de véhicules. Hyundai Motor a vu son profit net mondial baisser au premier trimestre 2013 de 15%. Celui-ci ressort à 1,4 milliard d'euros. Kia Motor a aussi dégagé un bénéfice net trimestriels en chute, de 35% à 540 millions d'euros. Il n'empêche, ces résultats restent très honorables dans l'absolu.

LE SECTEUR DE LA DISTRIBUTION AUTOMOBILE EN TUNISIE

UN MARCHÉ FRAGMENTÉ ET DES PERSPECTIVES MITIGÉES EN 2013

Les perspectives du secteur automobile Tunisien sont mitigées en 2013. Face à une forte demande expliquée par un nombre important d'opérateurs, l'offre demeure contrainte par la réglementation qui régit le secteur. En outre, le programme général d'importation de voitures reste tributaire à la conjoncture économique et des ressources en devises du pays.

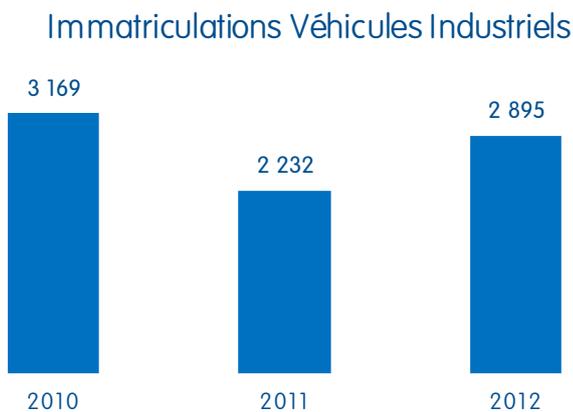
ÉVOLUTION DU SECTEUR DE LA DISTRIBUTION AUTOMOBILE

Le secteur automobile mondial se caractérise par la délocalisation de la production des composants automobile dans des pays développant un avantage compétitif relatif au coût de la main d'œuvre. La proximité géographique avec l'Europe ainsi que le développement des infrastructures de transport maritime, ferroviaire et aérien de la Tunisie, représentent des avantages compétitifs certains en matière de délai de livraison et de frais de logistique relatifs à l'approvisionnement.

Conscient de ses avantages compétitifs et d'une demande croissante émanant de sa clientèle européenne, le Gouvernement tunisien a adopté un certain nombre de mesures afin de permettre le développement du secteur des composants automobile.

Le secteur de la distribution automobile en Tunisie est structuré en deux segments d'activité à savoir

Le Marché des Véhicules Industriels



L'offre de véhicules industriels s'adresse à une clientèle professionnelle qui opère aussi bien dans le secteur de services (transport, négoce, etc.) que dans l'industrie.

L'évolution des immatriculations de véhicules industriels s'est affichée en dents de scie ses dernières années. Sur la période 2010-2012, les premières immatriculations de véhicules industriels ont marqué un fléchissement de 4,4% en moyenne.

Cette diminution est due essentiellement à la baisse de l'activité industrielle. Néanmoins, au titre de l'exercice 2012, les premières immatriculations de véhicules industriels ont cru de 30% pour s'établir à 2 895 unités au 31/12/2012.

Le Marché des Véhicules Légers

Le marché de véhicules légers s'articule autour de deux segments, à savoir les véhicules particuliers et les véhicules utilitaires.

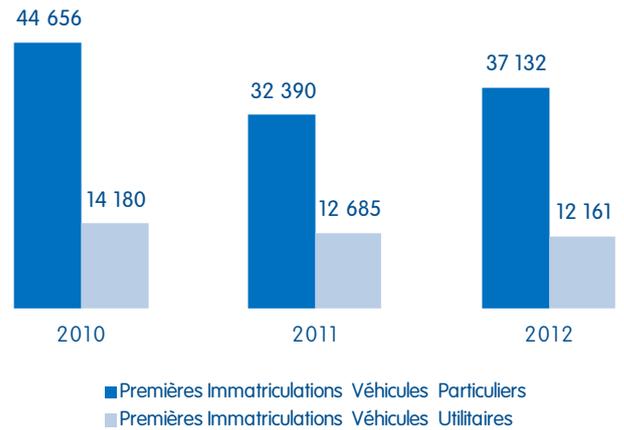
Sur le marché tunisien, l'évolution des premières immatriculations de véhicules légers a été principalement marquée par l'accroissement de la demande en générale, suite à l'appréciation du pouvoir d'achat des ménages tunisiens et au lancement en 1995 du concept de la « voiture populaire » qui a contribué à la diversification du parc automobiles tunisien.

Toutefois, après des années fastes de croissance, soit une croissance moyenne de 13%/an, le secteur de la distribution automobile a marqué une baisse considérable fortement corrélée au contexte macroéconomique difficile que connaît le pays depuis la révolution.

Sur la période 2010-2012, les premières immatriculations de véhicules légers ont baissé de 8,5% en moyenne. A l'issue de l'exercice 2012, les premières immatriculations de véhicules légers se sont inscrites à 49 293 unités à fin 2012 contre 45 075 unités sur une année glissante, enregistrant une progression de 9,4%, traduisant une reprise de la dynamique du marché des véhicules légers.

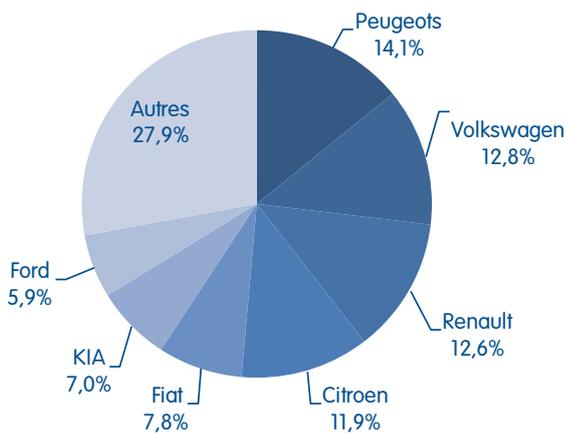
En revanche, le marché de la distribution automobile en Tunisie est très fragmenté constitué d'une vingtaine d'acteurs dans le segment des véhicules légers (particuliers et utilitaires). Il reste dominé par les marques européennes qui accaparent plus de 70% du marché.

Premières Immatriculations Véhicules Légers



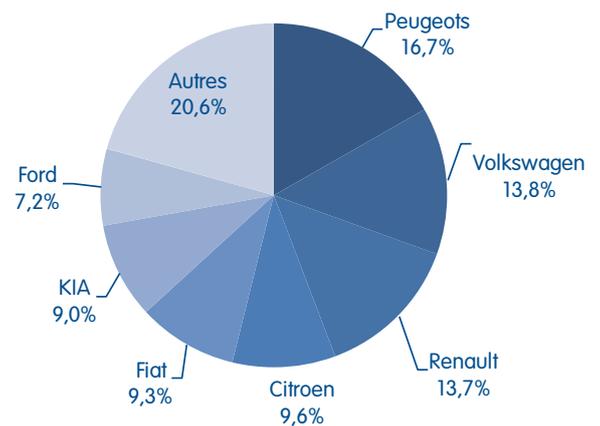
Part de marché des différents concessionnaires automobiles au 31/12/2012

Part de marché Véhicules Légers en nombre d'immatriculations du marché



Premier Constructeur non européen, KIA se positionne à fin 2012 à la 6^{ème} place avec 7% du part de marché.

Part de marché des concessionnaires en nombre d'immatriculations des Véhicules Particuliers



Sur le segment Véhicule Particuliers, KIA se situe à fin 2012 à la 5^{ème} position, accaparant une part de marché de 9,0%.

ATTRIBUTION DES QUOTAS D'IMPORTATION AUX DISTRIBUTEURS AUTOMOBILE

L'attribution des quotas d'importation aux distributeurs automobile relève de la Direction Générale du Commerce Extérieur. Cette attribution dépend directement de la contribution des constructeurs automobile dans la coopération industrielle.

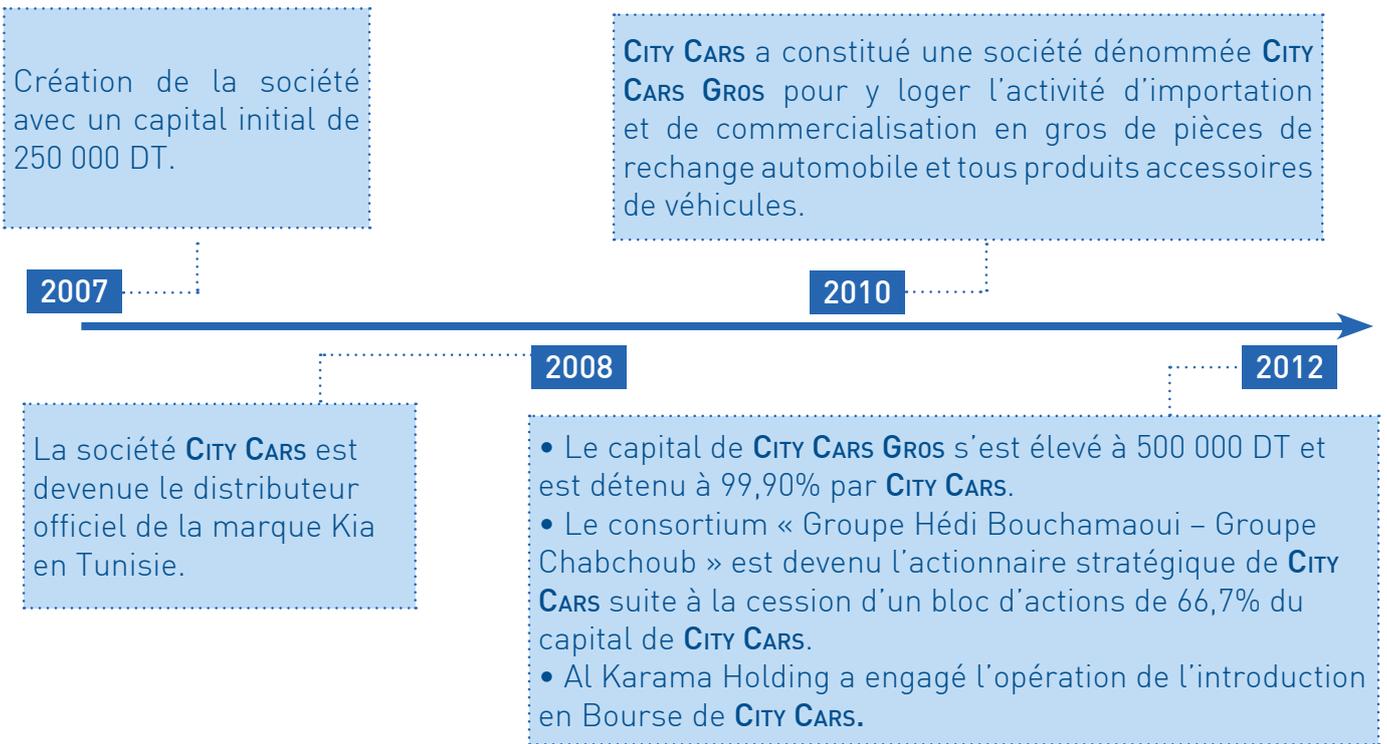
Immatriculations Véhicules Particuliers	2011		2012		2011	
	Nombre Immatriculations	Part de marché	Nombre Immatriculations	Part de marché	Nombre Immatriculations	Part de marché
RENAULT	9 839	22,0%	6 128	18,9%	6 207	16,7%
VOLKSWAGEN	9 682	21,7%	5 775	17,8%	5 140	13,8%
PEUGEOT	3 895	8,7%	3 976	12,3%	5 095	13,7%
FIAT	4 744	10,6%	4 034	12,5%	3 574	9,6%
KIA	5 606	12,6%	3 418	10,6%	3 450	9,3%
CITROEN	1 799	4,0%	2 507	7,7%	3 334	9,0%
FORD	3 036	6,8%	1 706	5,3%	2 674	7,2%
CHEVROLET	769	1,7%	841	2,6%	1 523	4,1%
SEAT	695	1,6%	1 105	3,4%	1 319	3,6%
BMW	765	1,7%	382	1,2%	609	1,6%
TOYOTA	539	1,2%	460	1,4%	595	1,6%
DACIA	607	1,4%	609	1,9%	584	1,6%
MITSUBISHI	101	0,2%	129	0,4%	513	1,4%
MERCEDES-BENZ	791	1,8%	274	0,8%	494	1,3%
HYUNDAI	48	0,1%	28	0,1%	417	1,1%
AUDI	591	1,3%	412	1,3%	369	1,0%
MAZDA	196	0,4%	65	0,2%	321	0,9%
NISSAN	167	0,4%	144	0,4%	237	0,6%
OPEL	344	0,8%	78	0,2%	173	0,5%
AUTRES	442	1,0%	319	1,0%	504	1,4%
Total Immatriculations VP du marché	44 656	100,0%	32 390	100,0%	37 132	100,0%

Source: ATTT

Concessionnaire	Marque	Parts de marché Véhicules Légers (VL)		
		2010	2011	2012
ENNAKL	Volkswagen,Seat, Porsche,Audi	21,3%	19,3%	16,2%
ARTES	Renault, Dacia	17,8%	15,8%	16,0%
STAFIM-PEUGEOT	Peugeot	9,8%	12,9%	14,1%
AURES AUTO	Citroën	7,2%	11,2%	11,9%
ITALCAR	Fiat, Lancia, Alpha Romeo	8,4%	9,2%	8,1%
CITY CARS	KIA	9,5%	7,6%	7,0%
AFRIQUE AUTO	Opel, Isuzu, Chevrolet	3,4%	3,3%	6,4%
ALPHA FORD	Ford	9,4%	6,7%	5,9%
LE MOTEUR	Mercedes-Benz, Mitsubishi	6,5%	6,7%	4,4%
ECONOMIC AUTO	Mazda	1,4%	2,0%	2,3%
BSB TOYOTA	Toyota	1,6%	1,5%	1,8%
SOTRADIES	Iveco, Autocar	0,7%	0,9%	1,4%
BEN JEMAA MOTORS	BMW, MINI	1,3%	0,90%	1,2%
SOTUDIS	Scangyong	0,3%	0,7%	1,1%
ADEV	Nissan	0,9%	0,8%	0,9%
ALPHA HYUNDAI MOTOR	Hyundai VP	0,0%	0,0%	0,8%
ALPHA INTERNATIONNAL	Jaguar, Land Rover, Man	0,1%	0,1%	0,2%
SAYARA	Volvo	0,1%	0,1%	0,1%
AUTRES	Autres: Mitsubishi, Santana	0,3%	0,3%	0,2%
TOTAL		100,0%	100,0%	100,0%

PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

CRÉATION ET DÉVELOPPEMENT DE CITY CARS



La représentation territoriale du concessionnaire est assurée à travers l'implantation de huit (8) agences dans les principaux gouvernorats de la Tunisie (Tunis, Sfax, Bizerte, Nabeul, Jerba, Ben Arous, Charguia et Sousse).

ACTIVITÉ DU GROUPE CITY CARS

L'activité du Groupe CITY CARS s'articule autour de trois branches à savoir :

- Ventes de véhicules neufs;
- Ventes de pièces de rechange;
- Service après vente.

En effet, les principales activités consistent en l'importation, l'exportation, la commercialisation de véhicules de transport ainsi que de pièces de rechange, accessoires, et en général tous produits accessoires aux dits véhicules.

PRÉSENTATION DES SOCIÉTÉS DU GROUPE CITY CARS

Le Groupe CITY CARS est composé de deux sociétés:

- CITY CARS (Société Mère) :

La société CITY CARS est une société anonyme de droit Tunisien créée en 2007 et régie par le code des sociétés commerciales et par le code d'incitations aux investissements.

Le Capital social de la société est de 13.500.000 dinars divisé en 13 500 000 actions de un (1) dinar chacune intégralement souscrites et libérées, détenu par El Karama Holding à hauteur de 97,45%.

La société a pour objet en Tunisie ou ailleurs, l'importation, l'exportation, la commercialisation de tout véhicule de transport ainsi que toute pièce de rechange, accessoires, et en général tout produit accessoire aux dits véhicules.

• **CITY CARS GROS :**

La société **CITY CARS GROS** est une société à responsabilité limitée de droit Tunisien créée en 2010 et régie par le code des sociétés commerciales et par le code d'incitations aux investissements.

Le Capital social de la société est de 500 000 dinars divisé en 5 000 parts sociales de 100 dinars chacune, et détenu à concurrence de 99,9 % par la société **CITY CARS**.

La filiale **CITY CARS GROS** a été constituée suite à l'application de la législation relative au commerce de distribution, qui a imposé aux concessionnaires automobiles la séparation des activités de détails et de gros. Elle a pour objet en Tunisie ou ailleurs, l'importation, l'exportation, la commercialisation de toute pièce de rechange, accessoires, et en général tout produit accessoire aux dits véhicules, principalement de marque KIA.

PRÉSENTATION DU PARTENAIRE DE CITY CARS « KIA MOTORS CORPORATION »

Il est à rappeler que le Groupe **CITY CARS**, commercialise uniquement les produits KIA.

Fondée en 1944, KIA MOTORS CORPORATION est le plus ancien constructeur automobile Coréen. Le 1er décembre 1998, KIA MOTORS CORPORATION a été rachetée par Hyundai pour former aujourd'hui le quatrième constructeur mondial. Depuis, KIA a opté pour une diversification de sa gamme en lançant une multitude de modèles, lui permettant d'agir sur l'ensemble des segments automobiles (citadines, compactes, berlines, SUV, MPV, utilitaires...).

KIA s'est essentiellement différenciée par sa stratégie de communication basée sur le sponsoring des événements sportifs majeurs (Australian Open de tennis, Coupe Davis, Euro foot 2008, coupe du monde de football 2010...).

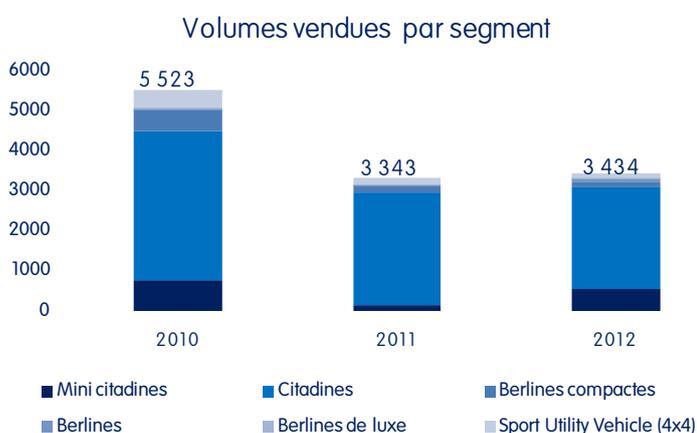
KIA possède des unités de fabrication réparties dans 10 pays et ses usines produisent plus de 1,5 million de véhicules chaque année, vendus et entretenus par un réseau de 3 300 concessionnaires présents dans 160 pays. Aujourd'hui, KIA emploie 32 500 personnes et réalise un chiffre d'affaires annuel de 16 milliards de Dollars.

ANALYSE FINANCIÈRE

CHIFFRE D'AFFAIRES

À partir de l'année 2011, les ventes du secteur automobiles ont régressé. Les ventes de **CITY CARS** n'ont pas dérogé à cette tendance : Une baisse prononcée a été enregistrée au niveau des volumes des ventes entre 2010 et 2011. Cette baisse est de l'ordre de 39,47%, les ventes passant de 5 523 à 3 343 véhicules vendus.

Cette détérioration du volume des ventes fait écho à la nouvelle donne du secteur de la distribution automobile en Tunisie, faisant suite aux événements de janvier 2011 et à la contraction des quotas d'importation alloués aux différents concessionnaires de la place. En 2011, les nouvelles immatriculations ont ainsi chuté de 23,38% par rapport à 2010. Ceci s'est accompagné d'une redistribution des parts de marché respectives. En 2012, année pendant laquelle les volumes octroyés à la société **CITY CARS** ont été quasiment identiques à ceux de 2011, la société s'est adjugée 9% de part de marché, contre 11% en 2011 et 13% en 2010.



En ce qui concerne la composition des ventes de la société, le segment dominant est celui des citadines, avec plus de 74% des ventes de véhicules neufs en 2012. Le modèle phare des ventes de la société demeure celui de la KIA RIO, représentant 70% du total des ventes en 2012.

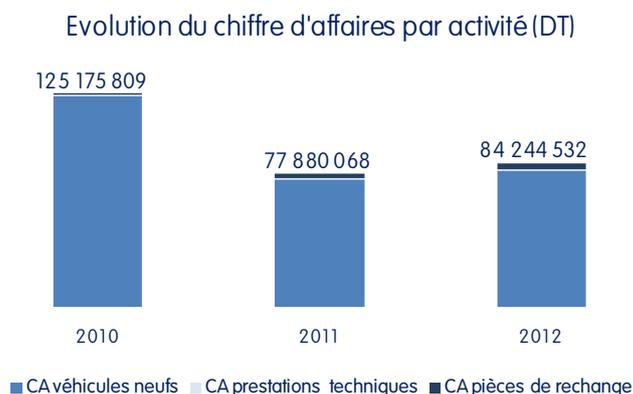
La structure du portefeuille clients de **CITY CARS** reste dominé par la catégorie « particuliers » qui accapare 74,7% des unités vendues en 2012. Les loueurs et les sociétés se retrouvent en deuxième et troisième position avec des parts respectives de 14% et 11%, durant la même année.

Du côté des modalités de paiement, le financement des ventes au comptant accapare plus de 51% du total des écoulements réalisés en 2012. Le financement leasing et crédit bancaire représentent 31,2% et 17% des ventes, respectivement.

Par ailleurs, les ventes de **CITY CARS** ne se limitent pas aux écoulements des véhicules neufs, elles englobent également les prestations techniques et les ventes de pièces de rechange. Cette dernière activité est assurée par la filiale **CITY CARS GROS**.

En termes de chiffre d'affaires consolidé, une hausse de 8,2% a été enregistrée entre 2012 et 2011. Toutefois, par rapport à 2010, année de démarrage effectif de **CITY CARS**, une baisse notable a caractérisé l'évolution de ses produits d'exploitation, évaluée en moyenne de 18% sur la période 2010-2012, pour s'établir à 84 245 mDT, in fine.

Dans ce sillage, il serait judicieux de noter que l'année 2010 a été une année exceptionnelle pour les concessionnaires où aucune restriction relative aux quotas d'importation n'a été appliquée. **CITY CARS** a en plus bénéficié d'un report du volume d'importation alloué au titre de 2009.



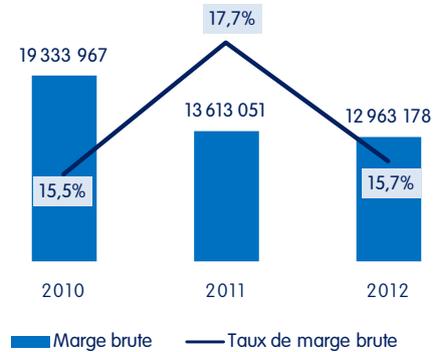
En individuel, les revenus de la **CITY CARS** ont régressé de 18,7% sur la période 2010-2012, pour s'établir à 82 609 mDT à fin 2012. Cette baisse a été en partie amortie en raison de l'augmentation du prix de vente moyen qui est passé de 22 432 DT à 23 372 DT, sur la même période.

Du fait de son jeune âge, la majorité des revenus de **CITY CARS** est générée par les ventes des véhicules neufs qui représentent plus de 95% du total du chiffre d'affaires de 2012.

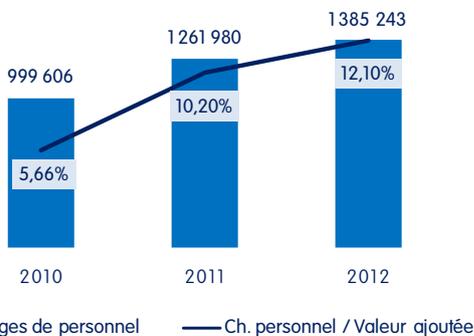
RÉALISATIONS COMMERCIALES

Parallèlement, les achats de la société composés principalement des achats des véhicules neufs, ont connu une augmentation de 9,7% entre 2011 et 2012. Cette hausse est attribuable aux fluctuations du Dinar Tunisien face au Dollar Américain auxquelles est exposée la société. Ceci a entraîné en conséquent, la baisse du taux de la marge brute qui est passé de 17,7% à 15,7% sur la même période.

Marge Brute et Taux de marge brute (DT)



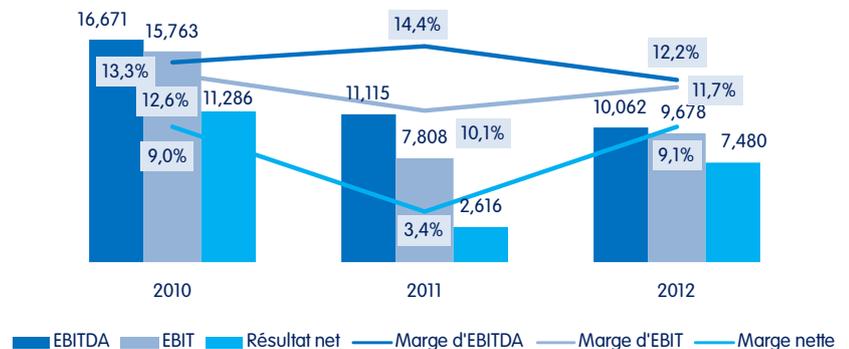
Ch. de personnel et Valeur ajoutée (DT)



Quant aux charges de personnel, ils ont évolué en moyenne de 17,7% à 1 385 mDT en 2012. Rapportées à la valeur ajoutée, ces charges représentent 12,1%, contre 5,66% en 2010. L'effectif de la société compte 54 personnes avec un taux d'encadrement de 15% en 2012.

A l'issue de l'exercice 2012, **CITY CARS** affiche un résultat d'exploitation bénéficiaire de 9 678 mDT, en hausse de 24,0% par rapport à une année auparavant. Cette embellie est redevable à la diminution substantielle des dotations aux amortissements et provisions (passant de 3 309 mDT à 388 mDT entre 2011-2012), suite à des reprises sur provisions importantes constatées en 2011. La marge d'EBIT s'est inscrit en conséquent, en hausse à 11,7% contre 10,1% une année auparavant.

Résultats et marges d'exploitation (MDT)



RÉSULTAT FINANCIER

A l'opposé, le résultat financier de **CITY CARS** est passé de 711 mDT à 255 mDT entre 2010-2012. Ceci est attribuable en effet, à la comptabilisation des autres pertes ordinaires de 697 mDT en 2012, liées à des pertes sur cession des titres SDA Zitouna I et sur des créances clients irrécouvrables.

BÉNÉFICES NETS

Pour sa part, le résultat net de la société s'est bonifié de plus de 100%, pour passer de 2 616 mDT en 2011 à 7 479 mDT en 2012. En effet, le résultat net de 2011 a été fortement plombé par des éléments extraordinaires, occasionnés par des pertes sur stock véhicules neufs, qui ont totalisé la somme de 3 606 mDT. Sur la même lignée, la marge nette a progressé de 3,4% à 9,1% sur la même période. À titre indicatif, la marge nette des comparables boursiers s'établit à 4,6% pour Ennakl et 12% pour Artes.

ÉQUILIBRE FINANCIER

Sur le plan bilanciel, la société **CITY CARS** affiche un fonds de roulement en forte croissance, passant de 1 821 mDT à 15 256 mDT entre 2010-2012. Cette situation est expliquée par un renforcement des capitaux permanents et la réduction du besoin de financement alloué aux immobilisations.

	2010	2011	2012
Fonds de roulement	1 820 518	6 405 103	15 255 543
Besoin en fonds de roulement	-25 194 910	-6 081 091	-9 743 828
Trésorerie nette	27 015 428	12 486 194	24 999 371

Dans le même sillage, le besoin en fonds de roulement de **CITY CARS** demeure largement négatif à -9 744 mDT à fin 2012 contre -6 081 mDT une année auparavant.

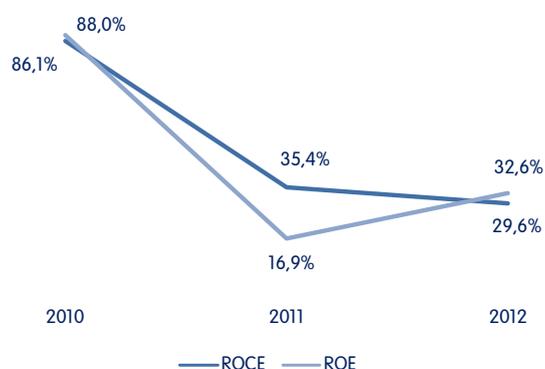
À cet effet, la trésorerie nette de **CITY CARS** ressort excédentaire à 24 999 mDT à fin 2012, en amélioration de plus de 100% sur une année glissante.

ENDETTEMENT ET PLACEMENT FINANCIERS

Du fait de sa trésorerie excédentaire, l'endettement de la **CITY CARS** est nul pendant ses trois dernières années d'activité. Cette trésorerie a été allouée par la société au placement bancaire qui offre à la société un taux de placement moyen de 4,0% entre 2010-2012.

RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Rentabilité économique et financière (2010-2012)



Le niveau de capitalisation de la société, ainsi que celui de ses résultats ont aboutit à une rentabilité économique moyenne de 50,3% sur la période 2010-2012.

La rentabilité financière oscille quant à elle autour de 45,9% sur la même période.

COMPARABLES BOURSIERS DES CONCESSIONNAIRES AUTOMOBILES COTÉS À LA BOURSE DE TUNIS

	Artes		Ennakl		City Cars	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Chiffre d'affaires	148 957 138	166 262 050	262 672 945	248 165 972	77 076 404	82 609 336
Marge brute	15%	15%	13%	11%	18%	16%
Marge d'EBITDA	13%	11%	7%	3%	14%	12%
Marge d'EBIT	12%	11%	6%	2%	10%	12%
Marge Nette	12%	12%	6%	5%	3%	9%
ROE	31%	35%	31%	19%	17%	33%
PER	13,84	12,21	17,95	23,41	-	17,73
PBK	3,31	3,16	4,28	3,74	-	6,09

PERSPECTIVES DE DÉVELOPPEMENT

CITY CARS a adopté une stratégie qui vise à consolider sa part de marché, à court terme, et à se positionner pour tirer profit du démantèlement des tarifs douaniers et de la suppression du régime restrictif à l'importation, à moyen terme.

AXES DE DÉVELOPPEMENT

Diversifier la gamme des véhicules commercialisés

CITY CARS a adopté, pour pénétrer le marché, une stratégie basée sur les prix, mais toujours en se positionnant comme offrant un très bon rapport qualité prix.

Sa stratégie commerciale consiste ainsi à diversifier sa gamme de produits afin de consolider sa part de marché, à travers :

- L'élargissement de sa gamme de produits pour toucher l'ensemble des segments du marché des Véhicules Particuliers,
- La consolidation des ventes du modèle RIO à travers la proposition de finitions répondant aux attentes des clients,
- La vente de véhicules plus haut de gamme afin d'optimiser son mix produits.

Élargir le réseau de distribution

CITY CARS dispose d'un réseau opérationnel de 8 agences à travers le pays.

Cette dernière prévoit d'étendre son réseau de distribution en déclinant un nouveau concept 2S (Vente de services et vente de pièces de rechange), avec un objectif d'atteindre 20 agences à l'horizon 2017.

Par conséquent, CITY CARS pourra assurer un service de proximité qui couvre la totalité des régions du pays.

Développer les activités après vente au sein du nouveau siège

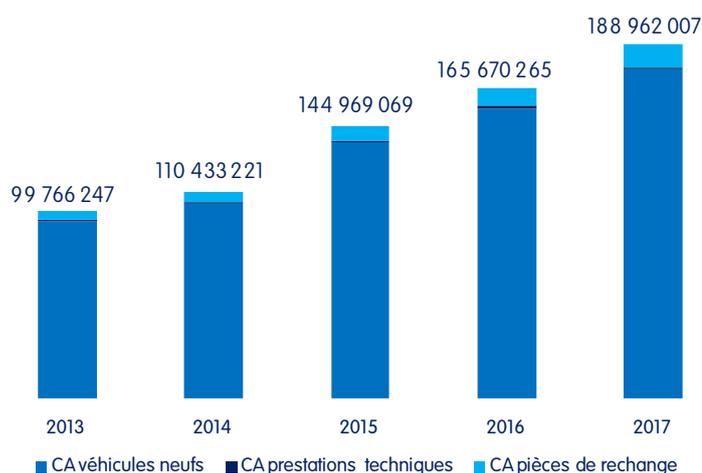
- Mettre en place une politique d'approvisionnement en pièces de rechange capable d'assurer une large disponibilité,

- Mettre en place une stratégie de développement d'un réseau de revendeurs des pièces de rechange de la marque,

- Mettre en place des zones de réparation spécialisées par type d'intervention technique pour assurer les interventions techniques conformément aux standards du constructeur.

STRUCTURE DU CHIFFRE D'AFFAIRES PRÉVISIONNEL CONSOLIDÉ

Evolution du chiffre d'affaires par activité (DT)



Le chiffre d'affaires global de CITY CARS évoluera à un taux de croissance annuel moyen de 17,31% pour passer de 84 244 mDT en 2012 à 188 962 mDT fin 2017.

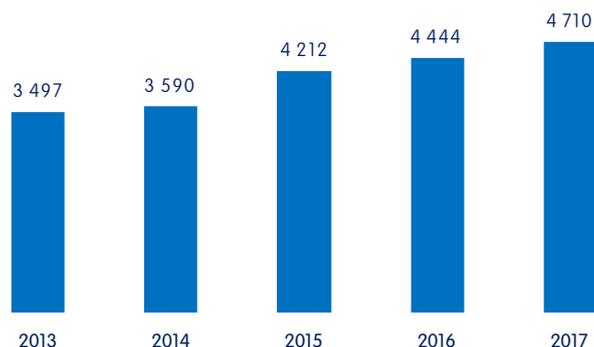
Cette croissance sera boostée essentiellement par la vente des véhicules neufs qui représente près de 93% des revenus de la société, en 2017. Ces derniers vont atteindre à l'horizon de 2017 les 175 448 mDT, une progression en moyenne de 16,44%.

Par ailleurs, une hausse des revenus liés aux ventes des pièces de rechange sera enregistrée,

passant de 99 766 mDT à 188 962 mDT entre 2013-2017. Cette croissance est redevable au renforcement du parc d'automobiles KIA au cours des années à venir.

Du côté des volumes des ventes des véhicules neufs, une quasi stagnation des écoulements sera enregistrée en 2013 et 2014, avec une moyenne de 3 544 unités vendues. À partir de 2015 et jusqu'à 2017, un accroissement corrélé à celui du PIB du pays est prévu, portant le nombre des écoulements à 4 710 unités, in fine.

Evolution du volume des ventes (en unité)



En outre, une évolution du prix de vente moyen sera opérée à partir de 2014. Cette progression témoignera du changement de stratégie que projette établir la société, à travers son orientation vers la vente des véhicules de moyen et haut de gamme. Le prix de vente moyen passera à cet effet, de 27 104 DT à 37 250 DT à l'horizon de 2017.

MARGE BRUTE PRÉVISIONNELLE

Parallèlement à l'évolution du chiffre d'affaires, les achats consolidés de la CITY CARS progresseront à un TCAM₂₀₁₃₋₂₀₁₇ de 16,7%. Ces charges seront essentiellement liées aux importations des véhicules neufs et des pièces de rechange. La marge brute progressera à 18,9% en 2017 contre 17,3% en 2013.

	2013	2014	2015	2016	2017
Chiffre d'affaires	99 802 430	110 471 213	145 068 961	165 775 151	189 072 138
Achats consommés	82 545 732	90 382 843	118 287 158	134 803 334	153 244 999
Marge brute	17 256 698	20 088 370	26 781 803	30 971 817	35 827 139
<i>Taux de marge brute</i>	<i>17,3%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,9%</i>

MARGE D'EXPLOITATION PRÉVISIONNELLE

	2013	2014	2015	2016	2017	TCAM ₂₀₁₃₋₂₀₁₇
Marge brute	17 220 515	20 050 378	26 681 911	30 866 931	35 717 008	20,01%
Autres charges d'exploitation	2 213 261	2 260 646	2 599 480	2 899 156	3 234 426	9,95%
Valeur ajoutée	15 007 254	17 789 732	24 082 431	27 967 775	32 482 582	21,29%
Charges de personnel	1 643 195	1 945 748	2 811 393	2 992 899	3 172 473	17,88%
EBITDA	13 364 059	15 843 984	21 271 038	24 974 876	29 310 109	21,69%
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>13,40%</i>	<i>14,35%</i>	<i>14,67%</i>	<i>15,08%</i>	<i>15,51%</i>	-
Dotations aux amortissements et provisions	388 226	625 939	982 966	1 017 769	1 039 509	27,92%
EBIT	12 975 833	15 218 045	20 288 072	23 957 107	28 270 600	21,49%
<i>Marge d'EBIT</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,78%</i>	<i>13,99%</i>	<i>14,46%</i>	<i>14,96%</i>	-

Durant la période 2013-2014, les charges d'exploitation évolueront à 9,95%. Ces charges sont liées essentiellement aux frais de publicité et marketing, correspondant à 0,5% du chiffre d'affaires. En revanche, la valeur ajoutée suivra la même tendance haussière que la marge brute, enregistrant une croissance annuelle moyenne de 21,3% sur la même période.

Quant aux charges de personnel, une hausse de leur valeur est prévue sur la période prévisionnelle de 17,88%, tributaire à l'augmentation annuelle des salaires de 6%.

Par ailleurs, l'EBITDA passera de 13 364 mDT en 2013 à 29 310 mDT à l'horizon de 2017. La marge d'EBITDA sera bonifiée à 15,1% en 2017 contre 13,4% en 2013.

Dans ce sillage, l'EBIT de **CITY CARS** enregistrera une évolution notable, estimée à une moyenne annuelle de 21,5% sur la période prévisionnelle, pour s'établir à 28 271 mDT à fin 2017.

Sur un autre volet, les charges financières du concessionnaire automobiles connaîtront une augmentation remarquable au titre de l'année 2013. Cette ascension est attribuable au reclassement d'une reprise sur provision de 2 297 mDT, constatée suite à la cession des actions Attijari Bank par **CITY CARS**. Aussi, la société supportera des charges financières relatives au crédit bancaire obtenu pour l'achat du terrain destiné à la construction de son nouveau siège.

Quant aux produits de placement, constitués par la rémunération de la trésorerie moyenne au taux de 3%, ils passeront de 1 052 mDT en 2013 à 2 486 mDT en 2017.

À cet effet, le résultat net de **CITY CARS** s'établira à 23 933 mDT à l'horizon de 2017, enregistrant un taux de croissance annuelle moyen de 20,1% sur toute la période. La marge nette s'élargira de 11,5% à 12,6% sur la même période.

ÉQUILIBRE FINANCIER

	2013	2014	2015	2016	2017
Fonds de roulement	22 802 607	23 057 904	31 033 938	39 198 980	48 830 293
Besoin en fonds de roulement	-21 057 821	-23 805 533	-30 524 576	-35 003 862	-40 141 829
Trésorerie nette	43 860 428	46 863 437	61 558 514	74 202 842	88 972 122

Durant les années à venir, la trésorerie nette de **CITY CARS** connaîtra une ascension remarquable, pour s'établir à 88 972 mDT à fin 2017. Cette consolidation de la trésorerie est expliquée par l'effet conjugué de l'augmentation du fonds de roulement d'une part, et l'amélioration du BFR qui demeure largement négatif, d'autre part.

POLITIQUE DE DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

A partir de 2014, **CITY CARS** prévoit une distribution des dividendes de 75% du résultat net de l'année précédente. Le taux de distribution de **CITY CARS GROS** est de 50% du résultat net de l'année précédente.

	2012	2013	2014	2015	2016
Dividendes CITY CARS	7 425 000	8 164 737	9 000 723	11 987 353	14 145 937
Dividendes CITY CARS GROS	345 065	482 527	648 363	868 411	1 131 791
Payout consolidé	89,1%	71,0%	70,2%	70,2%	69,8%

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Une enveloppe d'investissement de l'ordre de 12 789 mDT est prévue par la société sur la période 2013-2017. Ces investissements portent essentiellement sur la construction du siège de la **CITY CARS** sur la période 2013-2014, estimés à 11 000 mDT.

Quant aux investissements projetés par **CITY CARS GROS**, ils sont constitués par du matériel informatique et de bureau.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total 2013-2017
Investissements corporels et incorporels	104 041	8 054 000	4 210 000	194 000	164 000	167 000	12 789 000

RÉSULTATS PRÉVISIONNELS

	2013	2014	2015	2016	2017
Revenus	99 766 247	110 433 221	144 969 069	165 670 265	188 962 007
Progression	18,3%	10,7%	31,3%	14,3%	14,1%
Taux de marge brute	17,3%	18,2%	18,4%	18,6%	18,9%
EBITDA	13 364 059	15 843 984	21 271 038	24 974 876	29 310 109
Progression	22,1%	18,6%	34,3%	17,4%	17,4%
Taux de marge d'EBITDA	13,4%	14,4%	14,7%	15,1%	15,5%
EBIT	12 975 833	15 218 045	20 288 072	23 957 107	28 270 600
Progression	25,5%	17,3%	33,3%	18,1%	18,0%
Taux de marge d'EBIT	13,0%	13,8%	13,9%	14,5%	14,9%
Résultat Net	11 505 685	12 814 350	17 070 507	20 255 026	23 933 406
Progression	38,03%	11,37%	33,21%	18,66%	18,16%
Taux de marge nette	11,5%	11,6%	11,7%	12,2%	12,6%

RECOMMANDATION

City Cars évolue dans un secteur très fragmenté et toujours régulé par les autorités gouvernementales. Toutefois, la libéralisation du secteur automobile, espérée par le management de la société, pourrait améliorer davantage les réalisations commerciales de la société.

Par ailleurs, le concessionnaire du leader coréen disposera d'une position de cash importante qui peut compenser, dans une certaine mesure, le manque de visibilité sur le secteur automobile, qui reste tout de même, fortement corrélé à la conjoncture économique mondiale.

Sur la base d'un prix d'introduction de 10,950 DT, la valeur d'entreprise est de 1,48x le chiffre d'affaires 2013e. En termes de bénéfices, le titre est offert à 12,8x et 11,5x les bénéfices estimés de 2013 et 2014, respectivement.

Par conséquent, et au vu de la valorisation présentée, notre recommandation quant à la souscription à l'OPF de la société City Cars s'inscrit dans une optique de placement à moyen terme.

MAXULA BOURSE

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565,

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053
Tunisie.