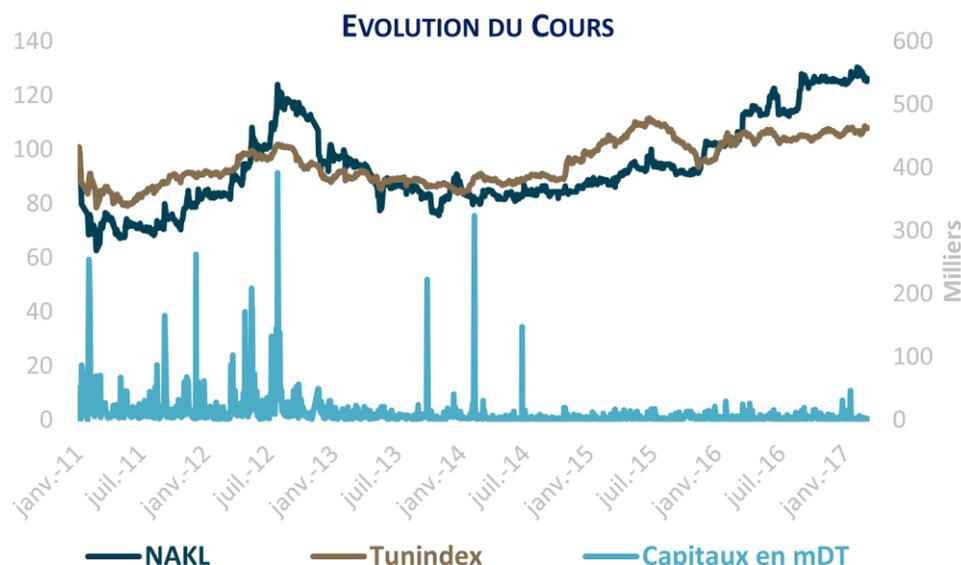


DISTRIBUTION AUTOMOBILE

Recommandation : Conserver

| | |
|-------------------------------|-------------|
| Nombre d'actions | 30 000 000 |
| Cours 10/04/2017 (DT) | 14,200 |
| Capitalisation boursière (DT) | 426 000 000 |
| Flottant | 20,46% |
| Nominal | 1 |



ACTIONNARIAT

| | |
|---|--------|
| PGI – AMEN GROUP | 50,59% |
| POULINA GROUP HOLDING - PGH | 29,30% |
| Part détenue par le public sur la Place de Tunis | 10,46% |
| Part détenue par le public sur la Place de Casablanca | 10,00% |

ENNAKL AUTOMOBILES : Réalisations au 31/12/2016

LES INDICATEURS BOURSIERS

| | FPA | BPA | PERx | PBKx | ROE | ROA | DIV UNI | DivYeld | Payout |
|------|------|------|-------|------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 2016 | 4,43 | 0,94 | 15,18 | 3,20 | 21,10% | 12,52% | 0,650 | 4,58% | 69,49% |
| 2015 | 3,38 | 1,10 | 10,77 | 3,52 | 32,71% | 15,25% | 0,500 | 4,20% | 45,26% |
| 2014 | 2,80 | 0,74 | 13,86 | 3,64 | 26,25% | 13,66% | 0,400 | 3,92% | 54,36% |
| 2013 | 2,50 | 0,51 | 22,77 | 4,68 | 20,55% | 9,13% | 0,333 | 2,85% | 64,92% |
| 2012 | 2,35 | 0,38 | 38,46 | 6,14 | 15,96% | 6,59% | 0,250 | 1,73% | 66,58% |
| 2011 | 2,70 | 0,53 | 22,20 | 4,33 | 19,48% | 8,94% | 0,250 | 2,14% | 47,44% |
| 2010 | 1,99 | 0,75 | 15,67 | 5,86 | 37,39% | 11,83% | 0,300 | 2,57% | 40,25% |

**Les calculs sont établis sur la base des états financiers individuels.

CHIFFRE D'AFFAIRES

Le secteur de l'automobile fut fortement impacté par la révolution. En effet, le chiffre d'affaire de la société ENNAKL AUTOMOBILES a chuté de 36% entre 2010 et 2011 et a continué de baisser jusqu'en 2012 pour atteindre son plus bas niveau de vente soit 248,2MD (inférieur même à celui de 2008 265,45MD).

La société clôt l'exercice 2016 avec le meilleur niveau de chiffre d'affaires réalisé depuis la révolution. En effet, les revenus de l'année écoulée ont augmenté de 37% par rapport à 2011 et de 13,62% par rapport à 2015, sans cependant franchir la barre des ventes record de 2010.

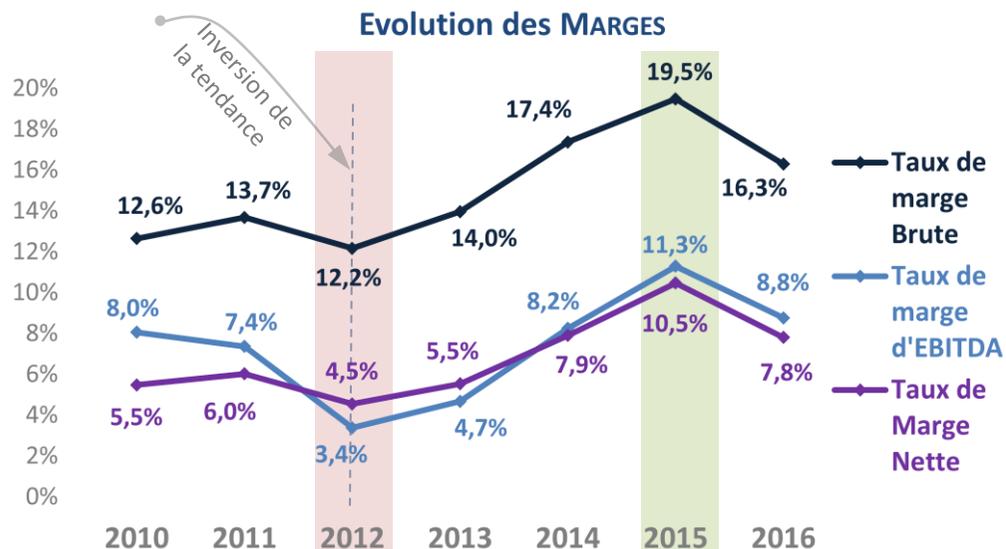
EVOLUTION DES REVENUS EN MDT



En parallèle les **approvisionnements** de la société ont augmenté de 18% sur l'année glissante 2015-2016. En d'autre terme les revenus ont augmenté sans que les quantités achetées aient diminués, ce qui s'explique en outre par un effet quantité. D'ailleurs, la société a enregistré 9 370 unités immatriculées soit 10% de plus que 2015.

EXPLOITATION

Sur les six dernières années, la **marge brute** de la société a suivi la même cadence que les ventes. En effet, deux exercices se distinguent 2012 et 2015. A la fin du premier, la société a réalisé son plus faible taux de marge brute de 12,2% soit 40 points de base de moins que 2010, pour ensuite s'améliorer jusqu'en 2015 et atteindre 19,5% soit plus que 7 points de pourcentage de plus que 2010. Bien que l'évolution positive ne se soit pas maintenue sur le dernier exercice 2015-2016, enregistrant une diminution de 5% de la marge brute (de 61,7MD à 58,6MD), elle demeure supérieure à celle d'avant la révolution (51,7MD en 2010). Cette baisse est due principalement à l'augmentation des coûts de ventes tributaire à la hausse des frais de gardiennage des voitures stockées ainsi que la hausse des frais de douane dues à la dépréciation du dinars tunisien.

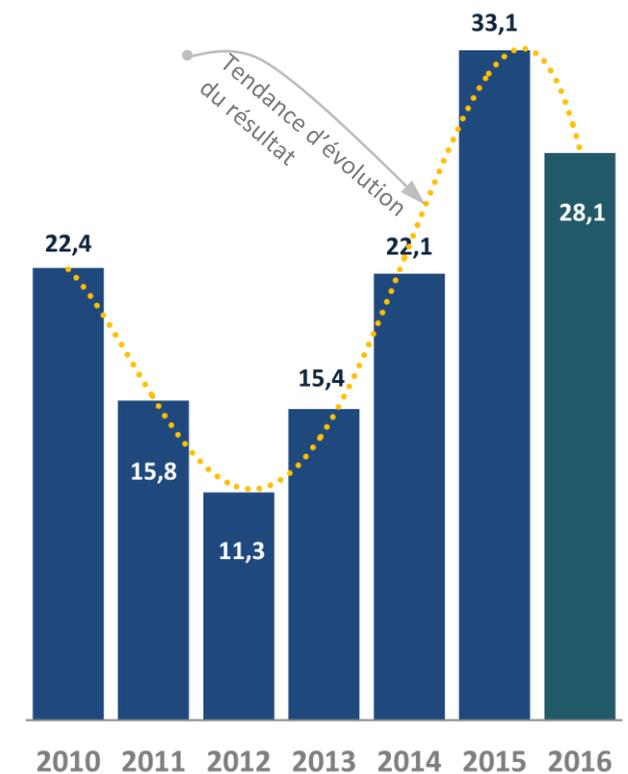


A fin 2016, la société est parvenue à comprimer ses **charges d'exploitation** qui ont diminué de pratiquement 6% par rapport à l'année qui précède. Néanmoins la **valeur ajoutée** de l'exercice a baissé de 5%. En contrepartie, les **charges de personnel** ont suivi le rythme de l'activité enregistrant une hausse de 9% pesant ainsi davantage sur l'exploitation qui affiche un **EBITDA** et un **EBIT** réduits par rapport à 2015 de respectivement 12% et 15% mais qui restent tout de même proches des réalisations de 2010.

RESULTAT NET

Réellement, l'impact de la révolution n'a commencé à se dissiper qu'en 2013. Après la chute vertigineuse depuis 2010, le **résultat net** de la société s'est amélioré de 36% en 2013 par rapport à 2012. C'est en 2014 qu'ENNAKL AUTOMOBILES réalise pratiquement le même résultat net que 2010 soit 22MD. Par contre sur l'année glissante 2015-2016, le concessionnaire affiche un bénéfice net en baisse de 15%, passant de 33MD en 2015 à 28MD en 2016, tributaire à la régression de l'activité et correspondant à une diminution de plus que deux points et demi de pourcentage du taux de marge nette.

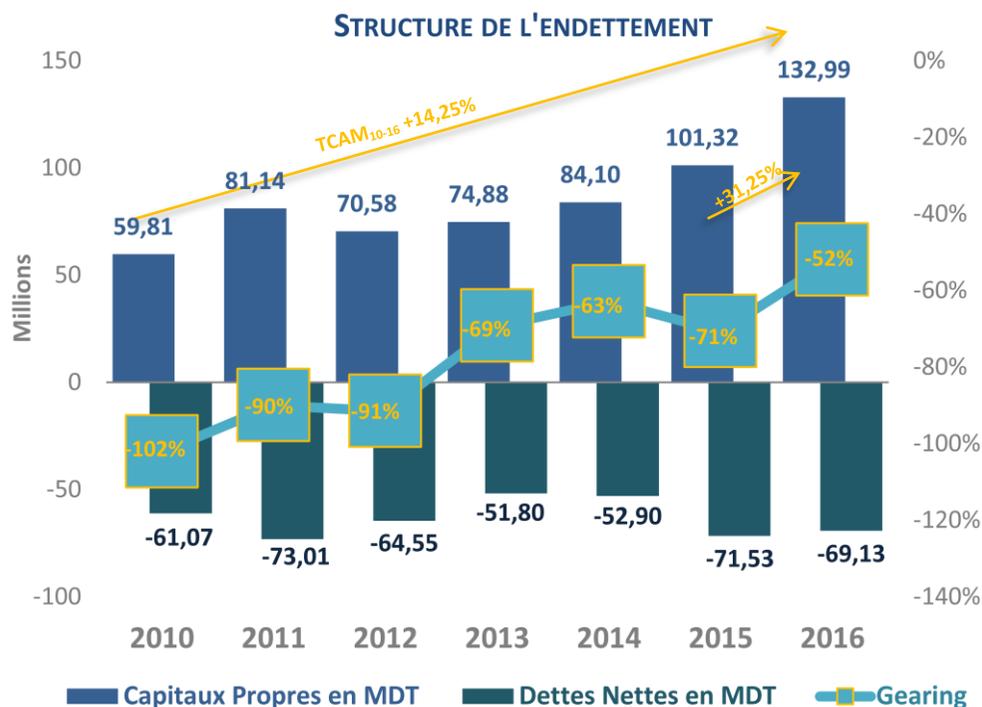
EVOLUTION DU RÉSULTAT NET (EN MDT)



ENDETTEMENT

Malgré les répercussions négatives de la situation économique du pays depuis 2010, la société a réussi à garder une structure financière saine, non endettée. D'une part, les **dettes nettes** de la société ont pratiquement stagné depuis 2010, TCAM₁₀₋₁₆ +2,07%, tributaires à des liquidités qui évoluent pratiquement au même rythme d'un TCAM₁₀₋₁₆ de 1,89%.

D'autre part, les **capitaux propres** ont doublé passant de 59,8MD à 132,9MD conduisant à un **Gearing** de -52% qui reste négatif bien que réduit à moitié par rapport au début de la période.



Quant aux fonds propres de la société, ils ont suivi une amélioration continue depuis 2010 avec un TCAM₁₀₋₁₆ de 14,25% et ce malgré la détérioration du résultat net sur la période et sans avoir eu recours à une augmentation de

EVOLUTION DES RÉSERVES INCORPORÉES (EN MDT)

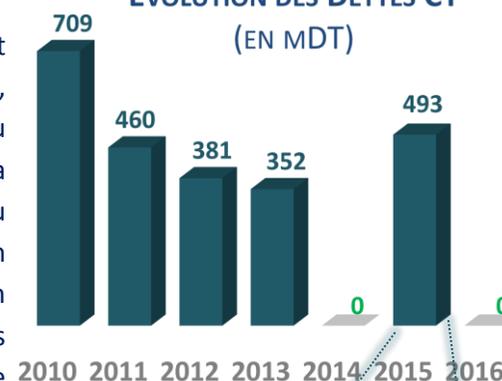


capital. En effet, cette hausse est redevable à une augmentation des réserves incorporées annuellement par le management en vue de garder une marge de sécurité financière pour l'entreprise étant donnée la conjoncture économique de la période et aussi pour participer à son autofinancement pour les nouveaux investissements. Celles-ci ont évolué sur la période au rythme d'un TCAM₁₀₋₁₆ de +60%.

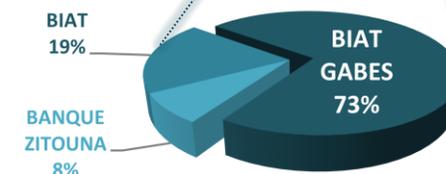
2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016

Par rapport aux dettes, elles sont totalement des dettes de courts termes, (concours bancaires) destinées au financement des **investissements** de la stratégie de développement du réseau Ennakl Automobiles. A titre d'exemple, en 2014 et 2016 la société n'a octroyé aucun crédit. En 2015, 73% des 493mD de crédits bancaires ont été octroyés auprès de l'agence BIAT Gabes dans l'objectif de financer la nouvelle succursale de la région annoncée depuis le 17 avril 2014. Celle-ci s'étend sur 1300m² et rassemble un showroom, des ateliers de carrosserie et mécanique ainsi qu'un magasin pour les pièces de rechange Volkswagen, confirmant la volonté de la société de se rapprocher de ses clients, les satisfaire et fidéliser et leur offrir un service complet à proximité.

EVOLUTION DES DETTES CT (EN MDT)



VENTILATION DES CONCOURS BANCAIRES 2015

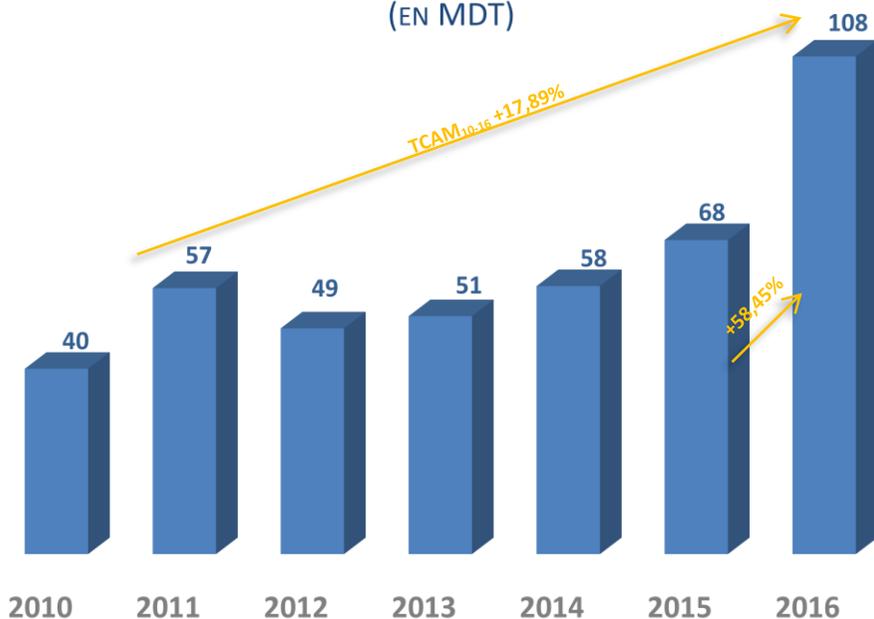


EQUILIBRE FINANCIER

Sur la période 2010-2016, la quasi-stagnation du fond de roulement (TCAM₁₀₋₁₆ +1,97%) est tributaire à l'augmentation de l'actif conjuguée à celle des capitaux permanents. Par contre, sur l'année glissante 2015-2016, l'évolution des capitaux permanents de la société fut moins proportionnelle à celle des actifs immobilisés net, respectivement +25% et +58%, ce qui a conduit à une diminution du **fond de roulement** de 28%.

En effet, l'actif de la société s'est accentué avec une cadence de 17,89% sur les 6 ans (TCAM₁₀₋₁₆) et de 58,45% entre 2015 et 2016, redevable principalement à l'amélioration des immobilisations financières et corporelles de la société qui représentent respectivement 62% et 36% du total actifs immobilisés en 2016.

EVOLUTION DES ACTIFS IMMOBILISÉS NETS
(EN MDT)



En parallèle, sur toute la période les actifs financiers ont suivi une amélioration au rythme d'un TCAM₁₀₋₁₆ de 25% et ont plus que doublé sur l'année glissante 2015-2016 (V₁₅₋₁₆ +107%). Grâce aux investissements dans le développement du réseau Ennakl, la société affiche un actif corporel en hausse de 10% sur la période et 20% au dernier exercice. D'ailleurs le nombre d'agence de la société est passé de 19 agences officielles en 2010 à 25 en 2016.

Par la nature de son activité, ENNAKL AUTOMOBILES affiche un **besoin en fond de roulement** qui demeure négatif de 2010 à 2016. Autrement dit le cycle d'exploitation du concessionnaire induit, par le jeu des décalages financiers entre les ventes au comptant et le règlement des fournisseurs avec délais (des ressources qui précèdent les emplois). De ce fait, la société a pu garder une trésorerie positive mais en faible régression, suivant un TCAM₁₀₋₁₆ -1,24% et une baisse de -14% entre 2015 et 2016.

EQUILIBRE FINANCIER

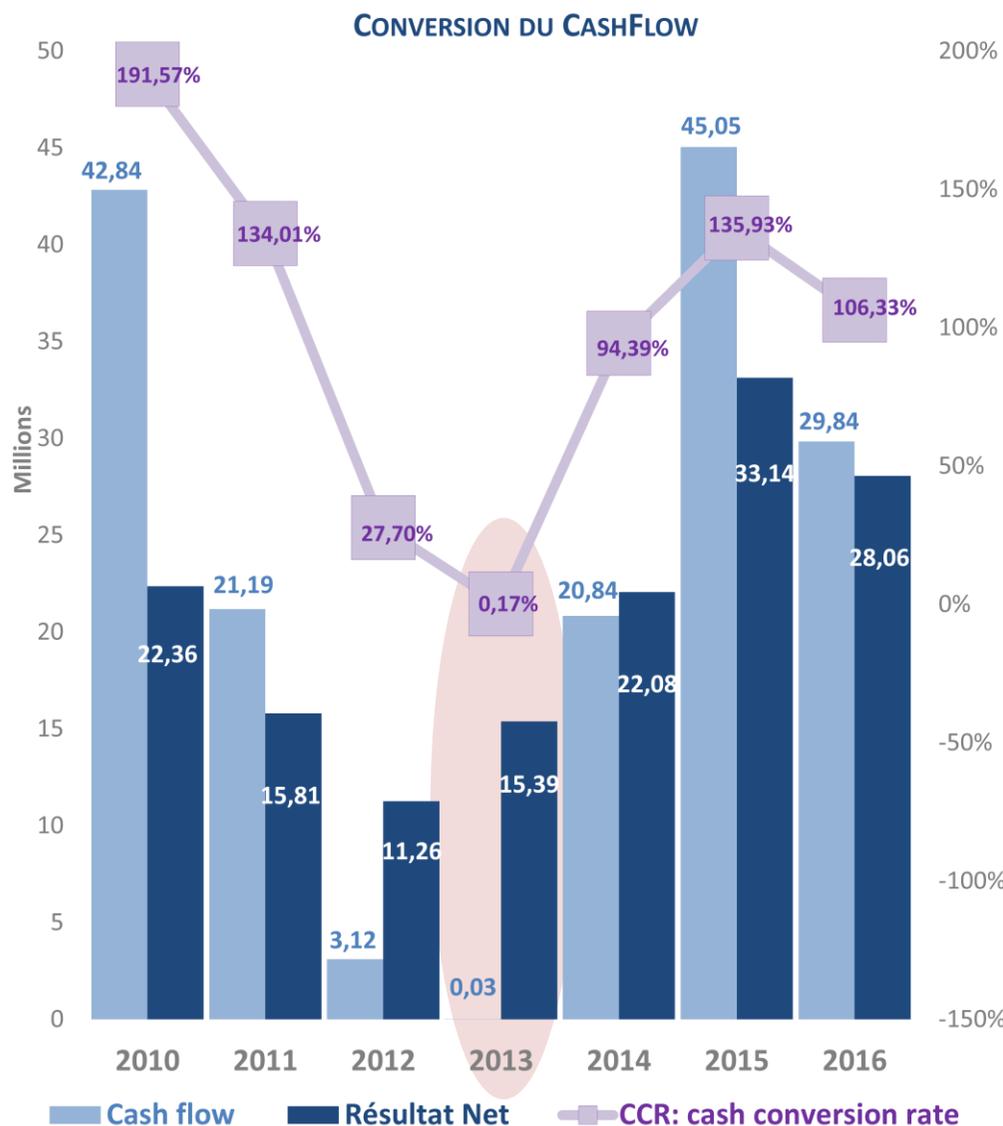
| Indicateurs en MDT | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Fonds de roulement (MDT) | 25,77 | 27,69 | 26,59 | 26,92 | 31,55 | 40,76 | 28,98 |
| BFR (MDT) | -38,78 | -44,91 | -39,01 | -24,88 | -21,31 | -29,07 | -30,82 |
| Trésorerie Nette (MDT) | 64,55 | 72,60 | 65,61 | 51,80 | 52,86 | 69,83 | 59,80 |

FLEXIBILITE FINANCIERE

En 2010, le **cash-flow** représentait 10,47% du chiffre d'affaires aboutissant à un **taux de conversion en cash** de 191,57%. Suite au ralentissement économique induit par la révolution, la capacité de conversion du résultat en cash s'est détériorée pour atteindre en 2013 pratiquement le néant : un cash-flow de 0,03MD (0,01% des ventes) soit un CCR de 0,17%.

La société a réussi ensuite à maîtriser les répercussions de la crise pour atteindre en 2015 un record de cashflow, 14% du chiffre d'affaires, et un CCR de 135,93%.

Même si le niveau ne fut pas maintenu en 2016 avec un cash-flow avoisinant les 8% du revenu et un CCR de 106,33%, la société garde une flexibilité financière plus que confortable.

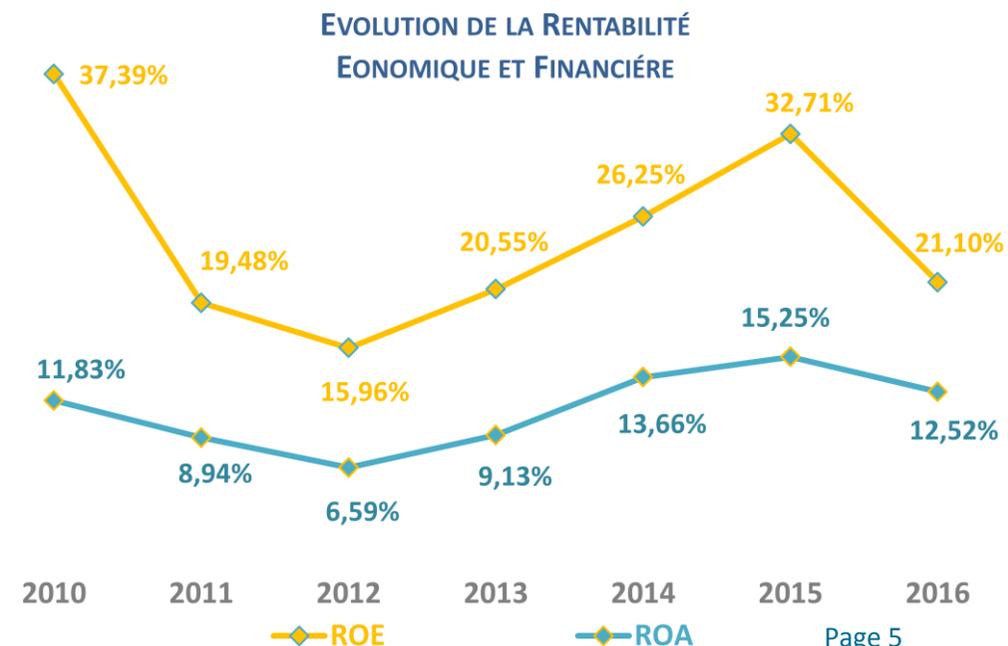


RENTABILITE

En termes de rentabilité, les rendements des fonds propres ainsi que des actifs aboutissent à une **rentabilité économique** moyenne de 11,34% sur la période 2010-2016 et une **rentabilité financière** est pratiquement son double avec une moyenne de 24,78%.

En termes d'évolution, les deux indicateurs de rentabilité suivent la tendance de l'activité. En effet, pour les deux tendances le niveau le plus faible fut réalisé en 2012 soit respectivement 15,96% pour la ROE et 6,59% pour la ROA.

A l'échéance de l'exercice 2015, la rentabilité financière rattrape sa tendance d'avant crise pour dépasser la barre des 30% pour ensuite diminuer de plus que 10 points de pourcentage et atteindre 21,1% en 2016. La rentabilité économique reprend son rythme haussier à partir de 2012 pour dépasser en 2015 le seuil réalisé d'avant révolution affichant 15,25% soit pratiquement 3 points de pourcentage en plus que 2016.



ENNAKL AUTOMOBILES EN CHIFFRES

| Indicateurs en MDT | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenus | 408,79 | 262,67 | 248,17 | 278,55 | 279,71 | 316,78 | 359,91 |
| Marge Brute | 51,69 | 35,91 | 30,17 | 38,87 | 48,57 | 61,69 | 58,60 |
| EBITDA | 32,91 | 19,33 | 8,37 | 13,00 | 23,05 | 35,76 | 31,50 |
| EBIT | 30,25 | 16,94 | 5,85 | 10,05 | 18,96 | 32,54 | 27,65 |
| Résultat Net | 22,36 | 15,81 | 11,26 | 15,39 | 22,08 | 33,14 | 28,06 |
| Taux de Marge Nette | 5,47% | 6,02% | 4,54% | 5,52% | 7,89% | 10,46% | 7,80% |
| Fonds de roulement | 25,77 | 27,69 | 26,59 | 26,92 | 31,55 | 40,76 | 28,98 |
| BFR | -38,78 | -44,91 | -39,01 | -24,88 | -21,31 | -29,07 | -30,82 |
| Trésorerie Nette | 64,55 | 72,60 | 65,61 | 51,80 | 52,86 | 69,83 | 59,80 |

RECOMMANDATION

Opérant dans un secteur fortement affecté par la révolution, ENNAKL AUTOMOBILES a vu son activité ralentir significativement depuis 2010 jusqu'en 2013. La société a puisé dans ses réserves pour arrêter l'hémorragie et retrouver une tendance haussière mais sans arriver à retrouver son niveau d'avant crise en termes de revenu. Cependant, elle a su garder sur toute la période un niveau d'endettement très faible et un besoin en fonds de roulement négatif ou nul ce qui constitue en lui-même un facteur stratégique fortement favorable au développement d'une politique de croissance financée sans avoir recours à des capitaux extérieurs. La société affiche aussi des taux de rentabilité raisonnable notamment le ROA de 12,52% en 2016 témoignant de l'efficacité opérationnelle. Ainsi, elle détient un potentiel de croissance et bénéficie d'une structure financière saine qui devraient lui maintenir une croissance soutenue tant au niveau de son activité que de sa rentabilité et lui permettre de dépasser ses propres records ainsi qu'un grand avantage notamment la notoriété de la marque Volkswagen qu'elle représente et qui s'est hissé à la deuxième place des ventes mondiales en 2015.

D'un point de vue boursier, le titre se traite à 14,2TND, début avril 2017, correspondant à un PEG de 3,26 sur la période 2010-2016 et pour 2016 un PER 15,18 fois ses bénéfiques contre 13,28x pour l'ensemble du marché et 12,41x pour le secteur.

D'autre part, la société affiche des taux de rendement des dividendes attractifs et en hausse annuelle qui ont dépassé les 2,5% offerts en 2010, depuis 2012 pour atteindre en 2016 les 4,58%.

De ce fait et compte tenu du haut niveau de valorisation du titre et même sa surévaluation, malgré les réalisations et les bonnes perspectives d'avenir de la société, nous recommandons de CONSERVER le titre ENNAKL AUTOMOBILES.