

Secteur : Distribution Automobile

Nombre de titres offerts : 9 000 000 titres

Prix : 10,700D

Jouissance des actions : 1^{er} janvier 2010

Capitalisation boursière après OPV : 321MD

Principaux actionnaires

	Avant OPV	Après OPV
Princesse Holding	99,99%	59,99%
Flottant	-	40,00%

Chiffres clés :

ROE 2009pc/2010: 68,4% / 65,6 %

PE 2009pc/2010: 16,1 / 11,6

P/BV 2009pc/2010: 6,6 / 4,6

Div Yield = 5,4%

But de l'ouverture de capital :

L'introduction en bourse de « ENNAKL » se fera moyennant une Offre Publique de Vente. La cession de 40% du capital (30% sur la bourse de Tunis et 10% sur la bourse de Casablanca) permettra de:

- Faire bénéficier à la société Ennakl d'un taux d'impôt réduit de 20% durant les 5 prochaines années ;
- Accompagner le développement du groupe « Princess Holding » et plus particulièrement son pôle financier à travers le renforcement des fonds propres de la banque Zitouna et le développement de la compagnie d'assurances Zitouna Takaful.

Points clés :

- Leader du marché de la distribution automobile avec 21% de part de marché en termes de véhicules vendus en 2009 ;
- Une large gamme de produits VOLKSWAGEN, AUDI et PORSCHE ;
- Un élargissement de la gamme de produits avec la commercialisation de SEAT (marque espagnole) et SKODA (marque tchèque) respectivement en 2010 et 2011 ;
- Une présence sur le territoire tunisien avec 17 agences de distribution ;
- Une forte rentabilité financière avec un ROE qui de 68,4% jugée excellente ;
- Une situation financière très confortable avec une trésorerie largement excédentaire ;
- Une valorisation attrayante avec une politique de distribution de dividende généreuse.

Opinion : Souscrire à l'OPV

Caractéristiques de l'offre :

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 9 000 000 actions offertes qui seront cédées par la société Princesse Holding, actionnaire détenant 99,99% du capital de la société ENNAKL. Les 9 000 000 actions offertes représentent 30% du capital social de la société ;

Valeur nominale : 1 dinar ;

Prix d'émission des actions nouvelles : 10,700 dinars tous frais, commissions, courtages et taxes compris ;

Montant de l'opération : 134 900 000 dinars ;

Période de souscription : du 23 juin au 2 juillet 2010 inclus avec possibilité de clôture anticipée :

- Avec préavis pour l'Offre à Prix Ferme ;
- Sans préavis pour le placement garanti.

Jouissance des actions : Les actions à céder portent jouissance à partir du 1^{er} janvier 2010 ;

Offre proposée : 9 000 000 actions réparties comme suit :

1. **Une Offre à Prix Ferme** de 4 600 000 actions représentant 51,1% du total des actions offertes au public réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant (en dinars)
Catégorie A : Personnes physiques et étrangères désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 999 actions	31,1%	1 432 787	15 330 821
Catégorie B : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum 1 000 actions et au maximum 14 999 actions	32,8%	1 508 197	16 137 708
Catégorie C : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum 15 000 actions et au maximum 150 000 actions	19,7%	904 918	9 682 623
Catégorie D : SICAV et FCP tunisiens désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 150 000 actions	16,4%	754 098	8 068 848
Total	100,00%	4 600 000	49 220 000

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 50 actions ni supérieur à 0,5% du capital social, soit 150 000 actions.

Pour la catégorie D, les ordres d'achat ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée précédant la date de souscription.

Mode de satisfaction : Il se fera de la manière suivante :

Pour les catégories B, C et D : Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport Quantité Offerte / Quantité demandée et retenue ;

Pour la catégorie A : Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie.

2. **Un placement Garanti** de 4 400 000 actions représentant 48,9% du total des actions offertes au public réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant (en dinars)
Investisseurs institutionnels étrangers désirant acquérir au maximum 1 500 000 actions	68,2%	3 000 000	32 100 000
Investisseurs institutionnels tunisiens autres que les SICAV et FCP tunisiens désirant acquérir au maximum 1 500 000 actions	31,8%	1 400 000	14 980 000
Total	100,00%	4 400 000	47 080 000

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital de la société, soit 1 500 000 actions.

Pour les investisseurs institutionnels étrangers, le syndicat de placement est composé des intermédiaires en bourse : Attijari Intermédiation, Tunisie Valeurs, Mac SA et FINACorp.

Pour les investisseurs institutionnels tunisiens, seul l'intermédiaire en bourse « Attijari Intermédiation » est habilité à collecter les ordres d'achat.

Cotation des titres ENNAKL sur la bourse de CASABLANCA :

En plus des actions offertes sur la place de Tunis, 3 000 000 actions offertes seront cédées encore par la société Princesse Holding et placées sur la place de Casablanca, et ce au moyen d'une Offre à Prix Ferme. Le prix de l'OPF correspond à l'équivalent en dirhams marocains de 10,700 dinars.

Marché de la distribution automobile Tunisien :

Le marché de la distribution automobile en Tunisie est régi par un cadre réglementaire stricte. En effet, le gouvernement tunisien a mis en place un système de quotas d'importation consistant en la fixation du volume annuel d'importations de véhicule neufs par concessionnaire.

Les déterminants de ces quotas d'importations sont déclinés en trois axes :

- La maîtrise de la balance commerciale ;
- La coopération industrielle des constructeurs automobile étrangers avec les industriels tunisiens de composants automobile, matérialisée par le volume des achats et des investissements ;
- Le volume de la demande en véhicules légers de la population tunisienne.

L'évolution des immatriculations de véhicules légers sur la période 2005-2009 a été principalement marquée par l'accroissement de la demande en générale suite à l'appréciation du pouvoir d'achat des ménages tunisiens et la démocratisation du marché des véhicules légers avec le lancement en 1995 du concept de la « voiture populaire».

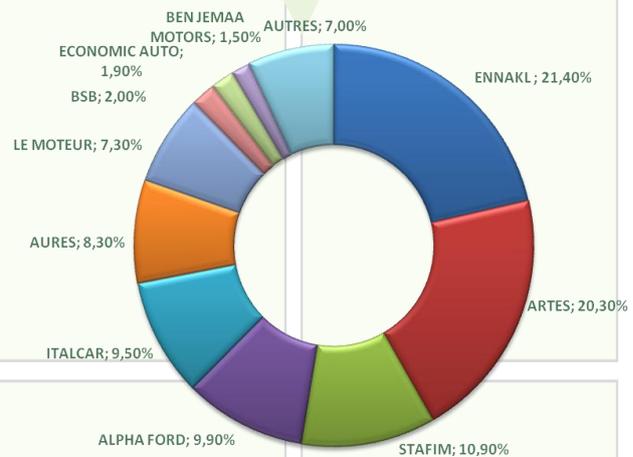
Evolution des immatriculations de véhicules légers (en unités)



Ainsi, le marché de la distribution des véhicules légers en Tunisie affiche un taux de pénétration de 5,6% en 2009 contre 4,5% en 2005.

Les principaux acteurs du marché de la distribution des véhicules légers en Tunisie sont les concessionnaires automobiles qui représentent officiellement les constructeurs automobiles étrangers et des entités qui ré-immatriculent des véhicules importés.

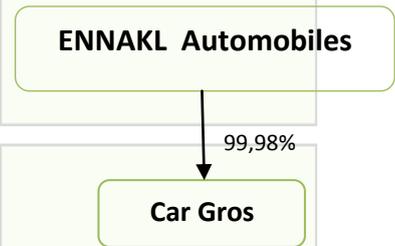
En 2009, ENNAKL a accaparé 21,4% de part de marché en terme de 1^{ère} immatriculations de véhicules légers et d'occuper ainsi la 1^{ère} place suivie de ARTES et de STAFIM représentant officiel respectivement de la marque RENAULT et de la marque PEUGEOT.



Présentation du Groupe ENNAKL :

Créée en 1965 par un groupement d'entreprises publiques, la société ENNAKL s'est spécialisée dans l'importation et la distribution en Tunisie de véhicules de marque VOLKSWAGEN. En 2006, la société a été rachetée par la société Princesse Holding.

Dans le cadre du recentrage de son activité sur la distribution de véhicules légers et dans la perspective de son introduction en Bourse, la société ENNAKL a procédé en 2009 à des opérations de restructurations financières qui ont abouti à un périmètre de consolidation composé par la société mère ENNAKL et sa filiale Car Gros.



ENNAKL est aujourd'hui leader du secteur de la distribution de véhicules légers avec 9 617 véhicules commercialisés en 2009 sous les marques VOLKSWAGEN, AUDI et PORSCHE et dispose à ce jour, d'un réseau de 17 agences officielles réparties sur le territoire tunisien. Elle assure également la vente de pièces de rechange en détail et le service technique en atelier pour les marques de véhicules distribués.

Pour chaque marque, ENNAKL est liée au Groupe VOLKSWAGEN AG par un contrat spécifique renouvelé annuellement par tacite reconduction. Ces contrats fixent notamment les aspects suivants :

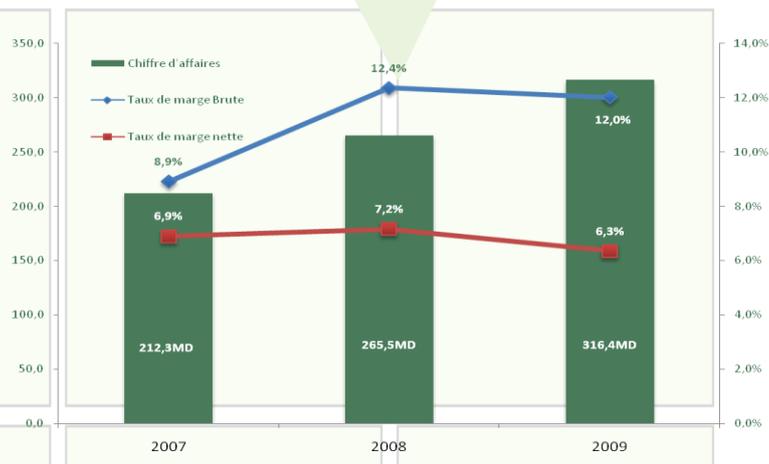
- les conditions d'assistance technique et commerciale mise à la disposition de la Société par le Constructeur ;
- les standards du Constructeur à respecter par le concessionnaire notamment en matière de charte, d'application de la garantie, de process de réparation pour le service après vente, etc.

➤ Activité d'ENNAKL S.A :

La société ENNAKL est spécialisée dans la vente de véhicules neufs ainsi que la vente en détail des pièces de rechange et assure le Service Après Ventes des marques VOLKSWAGEN, AUDI et PORSCHE.

Depuis sa privatisation, outre l'élargissement de la gamme des marques commercialisées et l'amélioration du mix produit, la société a renforcé son réseau de distribution de 10 nouvelles agences officielles à la fin 2009 contre 4 initialement en 2007.

Cette stratégie commerciale associée à une offre de produit adapté à une plus large population de client potentiel a permis à la société de réaliser un chiffre d'affaires de 316,4MD en 2009 en hausse de 19,2% par rapport à 2008 et de 49% par rapport à 2007. La marge brute et la marge nette se sont légèrement détériorées respectivement à 12,01% et 6,35% suite à une hausse plus prononcée des coûts des ventes par rapport à l'évolution du chiffre d'affaires.



➤ Activité de CAR GROS :

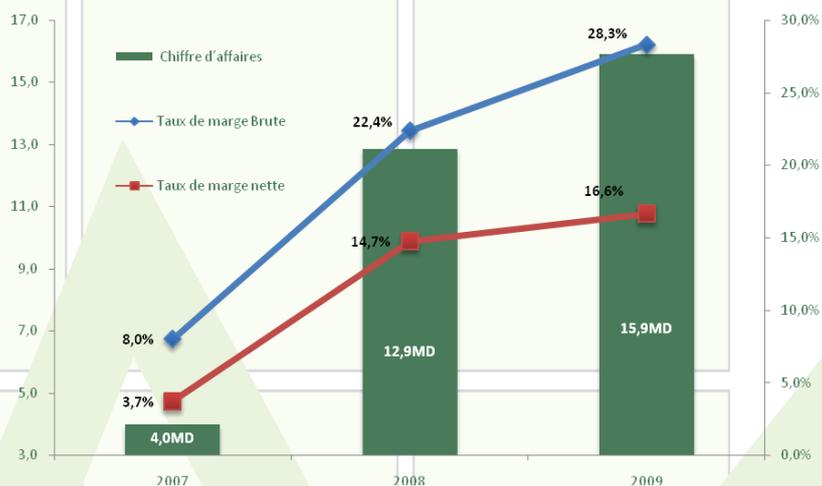
Créée en 2007 par la société ENNAKL dont elle détient 99,98% du capital, la société Car Gros est l'importateur officiel et le distributeur en gros de pièces de rechange des marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN Utilitaires, AUDI et PORSCHE en Tunisie.

L'activité de l'entreprise Car Gros contrairement à l'importation de véhicules neufs n'est pas soumise à un régime restrictif, mais plutôt tributaire du parc automobile existant.

Depuis le démarrage de son activité au 4^{ème} trimestre 2007, la société CAR GROS a connu une croissance importante de son chiffre d'affaires portée par l'augmentation du volume du parc des véhicules commercialisés par la société ENNAKL et par son réseau de distribution. En effet, le chiffre d'affaires de CAR GROS s'établit à 15,9MD au 31/12/2009 contre 12,8MD en 2008, soit une hausse de enregistrant 23,7%.

Le taux de marge brute ainsi que le taux de marge nette se sont appréciés respectivement de 6,1 points à 28,3% et de presque 2 points à 16,6%.

Cette bonne performance a permis à la société Car Gros de clôturer l'exercice 2009 avec un résultat net de 2,6MD contre 1,9MD en 2008, soit une hausse de 36,6%.



Les comptes du groupe ENNAKL

Tous les indicateurs financiers attestent la bonne santé financière du groupe ainsi que ses bonnes performances opérationnelles et financières :

- Un chiffre d'affaires de 270MD affichant une marge commerciale de plus de 13% et une marge nette de 7,4% ;
- Un bénéfice net de 19,8MD et une rentabilité financière de 68% jugée excellente ;
- Un endettement quasiment vierge et une trésorerie largement excédentaire (représentant 17,3% de l'actif) ;
- Un risque client très faible voire inexistant.

Stratégie de développement :

Le groupe ENNAKL mène une politique active de développement de ses activités avec, au centre de ses intérêts, la satisfaction de la clientèle et le renforcement de son partenariat avec le constructeur automobile VOLKSWAGEN AG. Suite à la restructuration du groupe ENNAKL et le recentrage de son activité sur la distribution de véhicules légers, la stratégie de développement du Groupe s'articule autour des axes suivants :

- Elargissement de la gamme de produits avec le lancement de la marque SEAT en 2010 et SKODA en 2011 ;
- Développement du réseau de distribution avec l'ouverture de 9 nouvelles agences sur la période 2010-2012 ;
- Amélioration du service après vente par la création du concept « Express Service », la mise en place d'un Customer Satisfaction Survey et celui du processus « Core process ». une nouvelle gamme de pièces de rechange sera commercialisée et qui sera adaptée aux véhicules âgés de plus de trois ans ;
- Renforcement de la présence des marques AUDI et PORSCHE sur le marché tunisien à travers notamment l'ouverture de deux nouveaux showrooms dédiés.

Ainsi et tenant compte de l'évolution du marché de la distribution automobile durant les 5 prochaines années, le chiffre d'affaires du groupe ENNAKL devrait passer de 269,6MD en 2009 à 506,4MD en 2014. Son bénéfice net quant à lui, devrait plus que doubler en passant de 19,8 MD en 2009 à 41,9 MD en 2014.

Compte de résultat consolidé: Historique & Prévisionnel

(en mD)

	2008 ^{DC}	2009 ^{DC}	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires	272 872	269 586	377 992	400 555	437 843	471 028	506 440
Production	275 951	271 404	379 981	402 769	440 212	473 606	509 171
- Coût d'achat des marchandises vendues	236 761	232 281	328 530	345 393	377 442	406 116	436 581
= Marge Commerciale consolidée	36 111	37 305	49 461	55 162	60 401	64 911	69 860
<i>Evolution</i>		3,3%	32,6%	11,5%	9,5%	7,5%	7,6%
- Autres charges d'exploitation	4 807	7 070	9 167	10 009	10 793	11 736	12 275
= Valeur Ajoutée	34 383	32 052	42 284	47 366	51 977	55 754	60 315
- Charges de personnel	5 981	5 626	7 760	8 155	8 622	9 097	9 597
= Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)	28 402	26 427	34 524	39 211	43 355	46 657	50 718
- Dotations aux amortissements et aux provisions	3 043	2 281	1 593	1 657	1 579	1 515	1 570
= Résultat d'exploitation	25 359	24 145	32 931	37 554	41 775	45 142	49 148
<i>Evolution</i>		-4,79%	36,39%	14,04%	11,24%	8,06%	8,87%
- Charges financières totales	636	753	29	-	-	-	-
+ Produits de placements	1 320	828	2 437	3 322	3 683	4 388	5 171
+/- Autres Eléments ordinaires	432	3 360	-	-	-	-	-
= Résultat courant avant impôt	26 475	27 581	35 339	40 876	45 458	49 530	54 319
<i>Evolution</i>		4,18%	28,13%	15,67%	11,21%	8,96%	9,67%
- Impôts sur les bénéfices	6 183	7 704	7 778	9 271	10 363	11 324	12 413
= Résultat net consolidé	20 292	19 877	27 561	31 605	35 095	38 206	41 906
- Part Intérêts minoritaires	-	0,529	0,714	0,835	0,963	1,042	1,147
= Résultat net part du Groupe	20 292	19 877	27 560	31 604	35 094	38 205	41 905

Pc: Périmètre Constant

A des fins de comparabilité, les chiffres présentés dans les colonnes 2008^{DC} et 2009^{DC}, indiquent les comptes consolidés du Groupe ENNAKL relatif à l'exercice 2008 et 2009 comprenant les sociétés suivantes :

- la société mère « ENNAKL »;
- la société filiale « CAR GROS ».

Ratios : Historique & Prévisionnel

(en mD)

	2008 ^{DC}	2009 ^{DC}	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires	272 872	269 586	377 992	400 555	437 843	471 028	506 440
<i>Evolution</i>		-1,2%	40,2%	6,0%	9,3%	7,6%	7,5%
Marge commerciale	36 111	37 305	49 461	55 162	60 401	64 911	69 860
<i>Taux de marge commerciale</i>	13,2%	13,8%	13,1%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
EBITDA	28 402	26 427	34 524	39 211	43 355	46 657	50 718
<i>Marge d'EBITDA</i>	10,4%	9,8%	9,1%	9,8%	9,9%	9,9%	10,0%
Résultat d'exploitation	25 359	24 145	32 931	37 554	41 775	45 142	49 148
<i>Marge d'exploitation</i>	9,3%	9,0%	8,7%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
Résultat net consolidé	20 292	19 877	27 561	31 605	35 095	38 206	41 906
<i>Marge nette</i>	7,4%	7,4%	7,3%	7,9%	8,0%	8,1%	8,3%

Evaluation de la société :

L'évaluation du groupe ENNAKL a été réalisée par Attijari Finance Tunisie et le cabinet AMC Ernst & Young Tunisie sur la base du business plan pour une période allant de 2009 à 2014.

Les co-évaluateurs ont utilisé 3 méthodes :

- La méthode d'actualisation des Cash Flow Futurs;
- La méthode des multiples boursiers;
- La méthode de Goodwill.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 5,16% ;
- Une prime de risque de marché de 10,21% ;
- Un bêta désendetté de 0,8 ;
- Un taux d'impôt de 30%.

Soit un WACC de 13,33% correspondant ainsi au coût des fonds propres du fait de l'absence d'endettement pour le Groupe ENNAKL.

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 2%.

Méthode	Coefficient de pondération	Capitalisation Théorique	Prix de l'action
DCF	65%	406 617 672	13,554
Multiples boursiers	17,5%	287 614 756	9,587
Good Will	17,5%	268 874 172	8,962
Moyenne pondérée		361 687 049	12,056

La moyenne pondérée des trois méthodes fait ressortir une capitalisation de 361 687 049 dinars soit une valeur par action de 12,056 dinars pour un total de 30 000 000 actions.

Prix proposé :

Le prix proposé est de 10,700D, soit une décote de 11,25% par rapport à la moyenne pondérée des méthodes. Ce prix correspond à une valorisation pour ENNAKL de 321MD.

Avec un prix d'introduction de 10,700D, le titre affiche des niveaux de valorisation attrayants:

- 11,6 fois les bénéfices estimés de 2010 ;
- Un rendement en dividende attrayant de 5,4% : parmi les plus élevés du marché boursier;

	ENNAKL	ARTES	Marché
PE 2009	16,6	12,4	16,9
PE 2010	11,6	11,8	14,0
P/BV	6,6	3,7	2,6
Div Yield	5,4%	6,4%	2,7%

Synthèse et Recommandation :

Depuis sa privatisation en 2006 par le groupe « Princesse Holding », un nouvel élan a été donné au groupe ENNAKL. La part de marché du concessionnaire n'a cessé de se consolider pour devenir ainsi le leader du marché de l'automobile. ENNAKL offre une large gamme de produits multi marques répondant à toutes les exigences de la clientèle tunisienne.

ENNAKL jouit d'une situation financière très saine avec des fondamentaux très solides et une rentabilité financière excellente.

La stratégie de développement mise en place par ENNAKL pour les 5 prochaines années repose essentiellement sur l'élargissement de la gamme de produits, la densification du réseau de distribution et l'amélioration du service après vente.

Avec un prix de 10,700D, le titre ENNAKL se valorise à des niveaux très attrayants par rapport à sa concurrente ARTES et aussi à l'ensemble du marché. Il offre un rendement en dividende très attractif.

Nous vous recommandons de souscrire à l'OPV.

