



MAC SA – Intermédiaire en Bourse

Green Center Bloc C, 2ème étage,

1053 Les Berges du Lac- Tunis – Tunisie

Tél: + 216 71 964 102 / + 216 71 962 472

Fax: + 216 71 960 903

Email: macsa@gnet.tn

www.macsa.com.tn

Le groupe Automobile Réseau Tunisien et Services- ARTES

Un fleuron du secteur automobile tunisien

Analyste Financier en charge de la note : Ahmed Ibrahim CHERIF

ibrahim@macsa.com.tn

Août 2009

APERÇU GENERAL SUR LE GROUPE ARTES (SOURCE RAPPORT D'ACTIVITE)

Le Groupe ARTES est composé de cinq sociétés : ARTES,ARTEGROS,ADEV,ATRONIC et ARTIMO exerçant principalement dans le secteur Automobile (Vente de véhicules, vente de pièces de rechanges et fabrication des équipements électroniques principalement destinés à l'automobile et la promotion immobilière.

La société mère « Automobile Réseau Tunisien et Services » ARTES SA ex Renault Tunisie est une société anonyme au capital de 25 500 000 DT créée le 24 Février 1947. L'activité de la société consiste en la vente en détail de véhicules, des pièces de rechange de la marque RENAUT et le service après vente.

La société ARTEGROS

C'est une SA constituée en septembre 1998 ayant pour objet l'importation et la vente en gros des pièces de rechange des marques RENAUT et NISSAN. Le capital social de ARTEGROS s'élève à 50 000 DT.

La société ADEV « Automobiles et Développement »

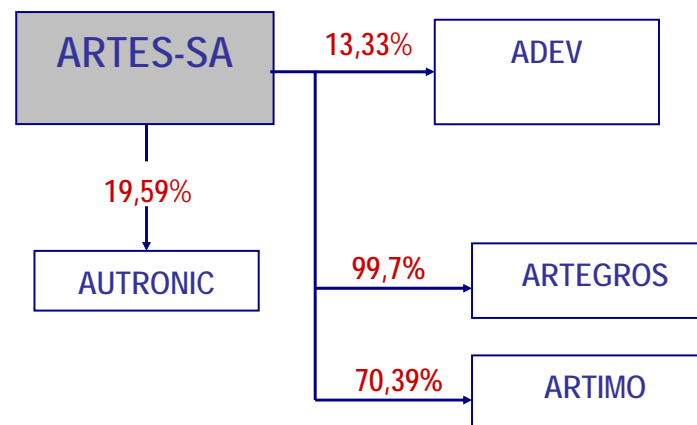
C'est une SARL créée fin 2005 dont l'exploitation a débuté en 2006. Elle a pour objet la vente en détail des véhicules, des pièces de rechanges de la marque NISSAN et le service après vente. Le capital social de la société ADEV s'élève à 150 000 dinars.

La société ATRONIC

C'est une SA de nationalité française, régie par le droit tunisien. Elle a été créée en Avril 2000. Son capital s'élève, au 31 Décembre 2008, à 3 000 000 DT. La société a pour objet la fabrication de tout équipement électronique, principalement destiné à l'automobile de même que la commercialisation desdits équipements, essentiellement à l'étranger.

La société ARTIMO ARTES Immobilière : C'est une SARL créée en Mars 2008. Elle a pour objet la promotion immobilière, son capital s'élève, au 31/12/2008, à 8 950 000 DT.

Graphique 1 : Participations de la société ARTES au 31/12/2008



PRESENTATION GENERALE DE LA SOCIETE ARTES

Le capital social s'élève actuellement à 25,5MDT divisé en 25,5 millions d'actions de valeur nominale de 1DT chacune. En préparation à son introduction en Bourse, la société ARTES a procédé en 2007 à la réduction de la valeur nominale de 5DT à 1DT. Courant la même année, la société a réalisé une augmentation de capital par incorporation de réserves en portant le capital de 500 milles dinars à 25,5 millions de dinars.

En 2008, la société a été introduite à la Bourse de Tunis par l'ouverture de 39,6% de son capital au public. Le prix d'introduction était de 10,330DT.

La société ARTES détient une part de marché de 19% toutes ventes confondues. En 2008, 8 102 voitures ont été vendues. Hors les voitures 4CV, la part de marché de la société ARTES s'élève à 22%.

STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT

Selon la structure du capital arrêtée le 31 Décembre 2008, les trois frères MZABI détiennent chacun 20,116%, soit un total de 60,36%. Le public dont les investisseurs étrangers détiennent 39,6%. Le fonds d'investissement ABU DHABI FUND affiche à la même date un taux de participation de 5,004%. En date du 07 Août 2009, le taux de la participation étrangère s'élève à 28,8%.

Evolution de la participation étrangère dans le capital

Suite à l'introduction en Bourse en Avril 2008, le taux de la participation étrangère était au niveau des 26,2%. A la fin de l'année 2008, ce taux est passé à 25,8%. En 2009, Il est resté autour des 25% avant de revenir en Juin au dessus des 26%. Courant le mois de juin 2009, le marché a été témoin d'un engouement pour le titre. Par conséquent, le taux de la participation étrangère est passé de 26,9% à 28,8%. La société ARTES est parvenue à gagner la confiance des investisseurs étrangers suite à la confirmation de ses performances malgré la crise qui a touché le secteur au niveau mondial.

Tab 1: Structure du capital

Actionnariat	Nombre de titres	Total en DTN	% capital
Monsieur Moncef MZABI	5 129 580	5 129 580	20,1%
Monsieur Mzoughi MZABI	5 129 580	5 129 580	20,1%
Monsieur Sadok MZABI	5 129 580	5 129 580	20,1%
Actionnaires étrangers	7 347 610	7 347 610	28,8%
Public	2 763 650	2 763 650	10,8%
TOTAL	25 500 000	25 500 000	100%

Source: BVMT, MACsa

Tab 2: Evolution de la participation étrangère

Actionnariat étranger	Nombre de titres	% capital
vendredi 25 avril 2008	6 685 999	26,2%
vendredi 4 juillet 2008	6 683 208	26,2%
vendredi 26 décembre 2008	6 584 714	25,8%
vendredi 13 février 2009	6 471 061	25,4%
vendredi 15 mai 2009	6 483 141	25,4%
vendredi 5 juin 2009	6 853 717	26,9%
vendredi 10 juillet 2009	7 347 610	28,8%
Vendredi 07 Août 2009	7 350 405	28,8%
TOTAL	25 500 000	100,0%

Source: BVMT, MACsa

COMPORTEMENT BOURSIER DE L'ACTION ARTES

La société ARTES a été cotée en Avril 2008. Le titre a affiché à la fin de l'année une contre performance de 3,6% en clôturant à 9,160DT (Dividende détaché). Son cours plus haut était 13,500DT alors que le plus bas affiché était de 8,670DT.

Le titre n'a pas campé longtemps au dessus de la barre des 13DT. En date du 27 Juin 2008, le cours a cassé à la baisse le seuil des 12 DT en terminant la séance à 11,850DT. A signaler qu'il y a eu entre temps la distribution d'un dividende de 0,800DT par action.

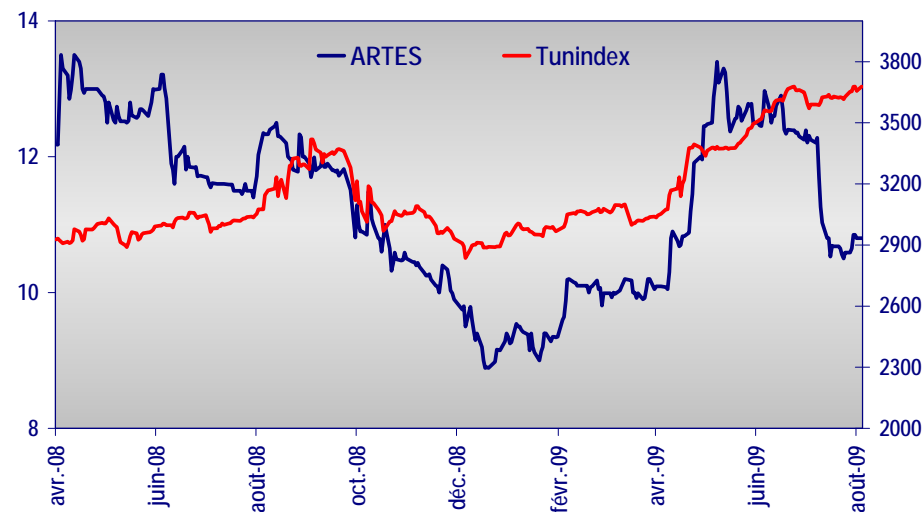
Le 20 Octobre 2008, le cours a cassé à la baisse le seuil des 11DT clôturant ainsi à 10,8DT. Confirmant sa mauvaise tenue, le cours est passé en date du 04 décembre 2008 au dessous de la barre des 10DT.

En 2008, 15 353 985 titres ont été échangés soit 60,2 % du capital. Les capitaux traités ont atteint 168,20MDT. En comparaison avec l'évolution de l'indice Tunindex, le comportement boursier du titre ARTES avait suivi deux phases : la première s'étale sur la période allant d'Avril à Septembre où le rythme d'évolution du titre ARTES était plus important que celui de l'indice Tunindex. Par la suite, la tendance s'est inversée en faveur de l'indice qui a surperformé en terme de rythme d'évolution.

La quantité échangée par jour était de 62 162 titres soit un taux de liquidité de 0,81%. Le rendement dividende est de 5,9%, un rendement jugé satisfaisant en comparaison avec la moyenne de la Bourse de Tunis.

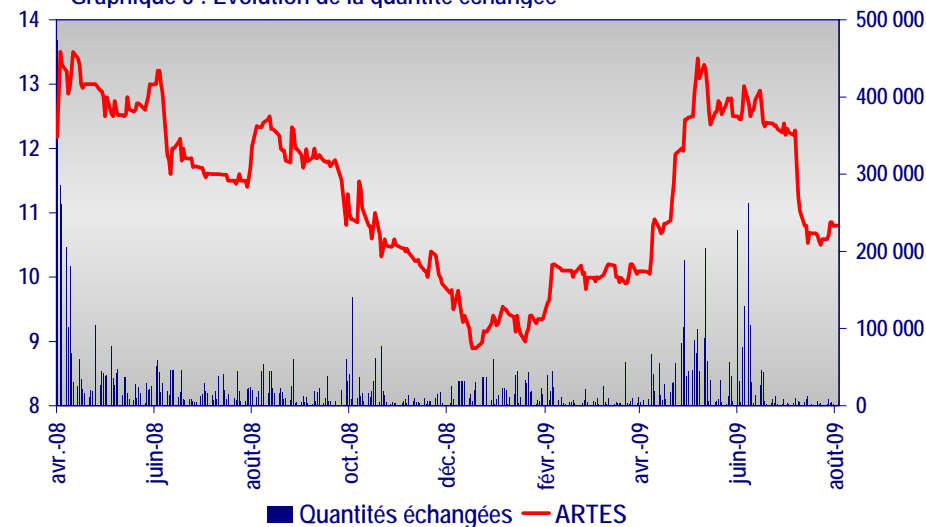
Le mauvais comportement du titre est imputée à une pression de vente déclenchée au mois de juillet 2008 et s'est poursuivie jusqu'à Février 2009. Le taux de la participation étrangère est passé sur cette période de 26,2% à 25,4%. C'est normal pour un marché petit comme la Tunisie que le cours soit lésé par ce volume de vente (400 000 actions). Très sensibles au comportement des investisseurs étrangers, les investisseurs locaux suivent à la loupe les mouvements d'achat et de vente de ces derniers.

Graphique 2 : Cours ARTES vs Tunindex



Source: Bourse des valeurs mobilières de Tunis, MACSa

Graphique 3 : Evolution de la quantité échangée



Source: Bourse des valeurs mobilières de Tunis, MACSa

Jusqu'à la date du 10 Août 2009, le cours avait enregistré une performance de 24,4%. Le cours a débuté l'année au niveau des 9,15DT. C'est au mois d'Avril que le titre a amorcé une tendance haussière pour atteindre le niveau des 13,6DT. Cette montée est portée par des mouvements d'achat intensifs réalisés par des investisseurs étrangers.

Tab 3: Principaux indicateurs boursiers

	2008	2009
Capital social (MDT)	25,50	25,50
Nominal (DT)	1,00	1,00
Nombre d'actions	25 500 000	25 500 000
Capitaux traités (mille DT)	168 201	46 229
Titres traités	15 353 985	3 960 528
Cours plus haut (DT)	13,50	13,60
Cours plus bas (DT)	8,67	8,95
Cours de clôture au 31/12 (DT)	9,16	10,80
Capitalisation boursière	233,58	275,40
Dividende par action (DT)	0,60	0,64
Quantité moyenne échangée par jour	62 162	25 886
Taux de liquidité	0,81%	0,34%
Performance du titre	-3,6%	24,5%
Rendement Tunindex	10,7%	27,2%
Rendement dividende	6,6%	5,9%

Source: BVMT/MACsa

Les chiffres de 2009 sont arrêtés au 10 Août 2009

MARCHE INTERNATIONAL DE L'AUTOMOBILE

La crise financière a sévi sur le secteur automobile. Cette crise a frappé de plein fouet les industriels. Des géants de l'automobile comme Chrysler, Genral Motors et Renault se sont trouvés dans une situation critique en vu de difficultés de découlement de stocks. Ces sociétés ont fait recours à l'Etat pour soutenir leur activité.

Le secteur de l'automobile a été caractérisé par l'arrêt total ou partiel des sites de production engendrant dans certains cas le licenciement du personnel.

Vue d'ensemble sur la situation du constructeur Renault-Nissan

Le niveau d'endettement du constructeur français Renault a considérablement augmenté suite à l'acquisition de 25% du constructeur russe avtovaz. La situation financière du constructeur français devrait être également aggravée par la mauvaise tenue de Nissan dans laquelle elle détient 44%.

Au début de l'année 2009, le management du constructeur français a mis en place un programme de sauvetage.

Réalisations des six premiers mois de l'année 2009 (Source : communiqué du groupe Renault)

Les ventes mondiales du groupe Renault ont signé au premier semestre de 2009 une baisse de 16,5% à 1,106 million d'unités. Cette contre performance vient confirmer la mauvaise orientation du marché mondial des véhicules particuliers et utilitaires qui a signé un recul de 16,5%. La part de marché du groupe Renault sur le plan mondial est restée stable à 3,7%.

Selon communiqué du groupe, la bonne tenue de la filiale roumaine de Renault, Dacia, a permis de sauver la face. Les ventes mondiales de Dacia (marque Logan) ont signé une hausse de 20,3% à 153 826 unités contre une baisse de 21,5% de celles de la marque Renault à 898 666 unités.

Position sur le marché européen

Le groupe Renault a affiché un recul de 10,7% de ses ventes contre une baisse de 10,6% pour le marché européen des véhicules particuliers. Ceci étant, la part de marché est restée stable à 8,4%. A signaler également que les deux tiers des ventes du constructeur Renault sont réalisés sur l'Europe.

Les primes à la casse mises en place dès décembre ont permis d'atténuer l'effet de la crise . Cinq nouveaux produits ont été lancés au premier semestre à savoir : Mégane Coupé, Mégane Estate, Grand Scénic, Scénic et Clio III phase 2. Renault mise dans les mois à venir sur l'effet du renouvellement de la gamme.

Selon les pronostics du management, le groupe Renault devrait connaître des difficultés en 2010 surtout avec l'expiration du programme de la prime à la casse .

Notons bien qu'il faut bien faire la dissociation entre un constructeur et un concessionnaire. La mauvaise tenue de la société mère ou du constructeur n'a aucun effet sur la situation financière du concessionnaire surtout pour les petits marchés comme le notre.

MARCHE TUNISIEN

Le marché tunisien de l'automobile fonctionne selon le programme d'importation qui dépend à son tour du système de coopération industrielle. Ce système consiste à lier le programme d'importation aux exportations des filiales de chaque groupe en matière de produits électroniques et électromécaniques. **Plus la position de la société est excédentaire, plus elle bénéficie d'un programme d'importation plus intéressant.**

Les voitures quatre chevaux sont fortement convoitées par la classe moyenne dont le poids est prépondérant dans la société tunisienne.

Tab 5: Programme d'importation 2009 pour les 4CV

Opel Corsa	290
Fiat Panda	400
Peugot 206	850
Citroen C3	290
Toyota Yaris	140
Renaut clio	1500
Volkswagen Polo	2600

Source: Média

Etant la première société en terme du programme d'importation, la société ARTES vient en deuxième position pour le quota des voitures 4 chevaux et ce après la société Ennakl qui occupe la première place. **Hors les voitures 4chevaux, c'est la symbol qui devrait être la voiture de l'année et le cheval de bataille de la société ARTES.** Selon le management, l'intérêt sur ce modèle est grandissant.

Tab 4: Programme global d'importation (L'année 2009)

Stafim (Peugeot)	5 650
Aures (Citroen)	2 940
Ennakl (Volkswagen et Audi)	7 000
Ennakl (Golf 6)	150
Italcar (Fiat)	4 300
Le moteur (Mercedes)	550
Le moteur (Mitsubishi)	500
ARTES (Renaut et Dacia)	8 900
ADEV (Nissan)	490
Afric Auto (Opel)	1 050
Alpha Ford (Ford)	3 000
Ben Jemâa motors (BMW)	220
Economic Auto (MAZDA)	850
SAM (Mitsubishi)	250
BSB (Toyota)	1 300
Le moteur Diesel (Iveco)	130
Dalmas (Scania)	150
Magrimax (Volvo)	130
Alpha international (Man)	300
Sotradies (Iveco)	15
Cogemo (Santan)	15

Source: Média

Les prix des voitures 4 chevaux ont enregistré, en 2008, une hausse variant entre 3 et 7%. Selon les analystes, cette hausse est imputée aux fluctuations du taux de change.

Les prix pratiqués pour les différentes marques de voitures 4CV ont été différents. La voiture la moins chère sur le marché coûtait 15 000 dinars. Ces voitures sont financées en majeure partie par des crédits bancaires. Ces crédits Auto ont contribué considérablement à la croissance du parc automobile dans le pays.

En dépit de la mauvaise tenue du secteur automobile dans le monde, le nombre des premières immatriculations en Tunisie a connu, en 2008, une évolution de 5,1% contre 13,1% une année auparavant. Les premières immatriculations des voitures particulières est passée de 15 362 en 2007 à 17 122 en 2008 soit une évolution de 11,45%. Pour les cinq premiers mois de 2009, le nombre des premières immatriculations s'élève à 18 888.

Renault était en 2006 et 2007 la marque la plus vendue sur le marché tunisien. En 2008, Renault a cédé sa place à la marque Volkswagen avec 8 448 voitures vendues contre 7 563 voitures pour Renault sur les cinq premiers mois de 2009, 3 791 voitures volkswagen ont été vendues contre 1 872 voitures pour la marque Renault.

Les deux marques Renault et Volkswagen raflent la plus grande part du marché de l'automobile en Tunisie. La notoriété de la marque et la diversification du produit lui ont valu un bon positionnement sur le marché et un intérêt grandissant de la part des tunisiens.

Selon le management de la société ARTES, les ventes devraient être tirées par la commercialisation du nouveau modèle Symbol dont la demande est très importante. Les chiffres sont là et les résultats seraient pressentis courant le deuxième semestre de l'année en cours.

Tab 6: Vue d'ensemble sur les prix des voitures 4CV en 2008

Peugeot	entre 16 252DT et 17 540DT
Polo	entre 15 015DT et 17 060DT
Clio	entre 15 900DT et 17 850DT
Citroen	entre 17 830DT et 18 612DT
Toyota	18 855DT

Source: Média

Tab 7: Evolution du nombre des premières immatriculations

	2006	2007	2008	5 mois 2009
Voitures particulières	26 002	30 505	31 097	11 214
Autres véhicules	14 536	15 362	17 122	7 674
Total	40 538	45 867	48 219	18 888
Evolution en %		13,1%	5,1%	

* Autres véhicules: camions, camionnettes, remorques....

Source: Média

Tab 8: Répartition des ventes des VP par concessionnaire

	2006	2007	2008	5 mois 2009
Renaut	8055	8054	7563	1872
Peugeot	3798	4438	4206	1043
Volkswagen	4183	7484	8448	3791
Citroen	1796	2350	1669	437
Fiat	3387	3491	3949	1837

Source: Média

PERFORMANCES FINANCIERES

Les ventes de la société ont atteint au terme de l'année 2008, 133,4MDT contre 137,74MDT une année auparavant soit un repli de 3,2%. L'effet négatif de cette légère baisse a été atténué par l'amélioration du taux de la marge brute qui est passé de 13,6% à 14,4%.

La légère amélioration de la marge brute a permis de dégager un résultat d'exploitation en légère baisse en passant de 14,59MDT à 14,18MDT.

Les produits des placements proviennent principalement des dividendes des sociétés filiales. En 2007, le montant des produits de placements était exceptionnel. En effet, la société ARTEGROS a procédé courant cette année à la distribution de dividendes exceptionnels pour un montant de 20MDT dont 19MDT sont revenus à la société ARTES. Par conséquent, le résultat net de l'année 2007 s'est envolé à 35,69MDT. Hors ces dividendes exceptionnels, le résultat net de la société aurait été de 16,69MDT.

En 2008, le résultat net s'est situé à 19,45MDT, soit +16,5% par rapport au résultat 2007 (Hors éléments exceptionnels) contre 15,5MDT en 2006.

Le taux effectif d'imposition a connu sur la période 2006-2007 une baisse considérable. Pour 2007, la société ARTES a bénéficié des gains d'impôt au titre du réinvestissement exonéré suite à la constitution de la société de promotion immobilière ARTIMO. Quant à l'année 2008, le taux sur les bénéfices a été réduit à 20% en raison de l'introduction en bourse de la société.

Tab 9: Vue d'ensemble sur les réalisations des trois dernières années

MDTN	2006	2007	2008
Revenus	134,72	137,74	133,38
Coût des ventes	114,30	119,06	114,21
Marge brute	20,42	18,69	19,17
<i>Taux de marge brute</i>	<i>15,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,4%</i>
Résultat d'exploitation	17,10	14,59	14,18
Charges financières nettes	0,04	0,01	0,06
Produits des placements	2,46	23,31	8,67
Impôt sur les bénéfices	4,41	3,96	3,51
<i>Taux d'imposition</i>	<i>22%</i>	<i>10%</i>	<i>15%</i>
Résultat net de l'exercice	15,50	35,69	19,45
<i>Taux de marge net</i>	<i>11,5%</i>	<i>25,9%</i>	<i>14,6%</i>

Source: ARTES,MACSa

Tab 10: Distribution des dividendes

	2006	2007	2008
Résultat net (MDT)	15,5	35,7	19,5
Nombre d'actions	100 000	25 500 000	25 500 000
Bénéfice net par action	155,0	1,4	0,8
Dividendes distribués (MDT)	40,0	20,4	15,3
Dividende / action	400,0	0,8	0,6
Taux de distribution	258,13%	57%	79%

Source: BVMT,MACSa

La société **ARTEGROS** est considérée comme l'un des piliers du groupe. Son résultat s'est élevé à fin 2008 à 6,3MDT soit une progression de 19,6% de par rapport à l'année 2007. Cette société est spécialisée dans l'importation et la vente en gros des pièces de rechange des marques RENAULT et NISSAN. La société ARTEGROS a participé en 2008 au capital de la société ARTIMO et elle a souscrit à l'opération de l'augmentation de capital réalisée en 2009.

La société **ADEV** a réalisé en 2008 un chiffre d'affaires de 20,5MDT en croissance de 30,8% par rapport à une année auparavant. Cette belle hausse est liée à l'amélioration des ventes de la société. Le résultat net 2008 s'est inscrit en hausse de 18,3% à 1,5MDT. A signaler également que le saut du chiffre d'affaires entre 2006 et 2007 est expliqué par l'augmentation considérable du nombre des véhicules vendus. La société ADEV est spécialisée dans la vente en détail des véhicules, des pièces de rechanges de la marque NISSAN et le service après vente

Créée en 2008, la société **ARTIMO** se chargera du renouvellement du nouveau show room et du nouveau siège social de la société ARTES. ARTIMO devrait louer le nouveau siège à la société ARTES pour une période de 20 ans. Lors de sa première année de création, le résultat net s'est situé à 0,24MDT.

Tab 11: Aperçu sur les réalisations des sociétés filiales

<i>ARTEGROS</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>% d'évolution</i>	<i>2008</i>	<i>% d'évolution</i>
Chiffre d'affaires	17,3	19,5	12,9%	20,5	4,8%
Marge brute	5,6	6,2	10,2%	6,7	9,4%
Résultat net	3,8	5,3	40,8%	6,3	19,6%
<i>ADEV</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>% d'évolution</i>	<i>2008</i>	<i>% d'évolution</i>
Chiffre d'affaires	4,0	15,3	284,0%	20,0	30,8%
Marge brute	0,9	2,5	177,9%	2,8	14,0%
Résultat net	0,3	1,3	373,8%	1,5	18,3%
<i>ARTIMO</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>		<i>2008</i>	
Résultat net				0,24	

INDICATEURS TRIMESTRIELS EN 2009

Pour mieux Comprendre la nature de l'activité d'un concessionnaire, il faudrait suivre l'évolution des indicateurs par trimestre et ne plus se limiter aux indicateurs semestriels

- **PRINCIPAUX INDICATEURS AU 31/03/2009**

Les revenus de la société ont signé sur la période Mars 2008- Mars 2009 une belle hausse de 121,9% pour clôturer au niveau des 25,7MDT. Cette progression exceptionnelle était expliquée par la croissance du nombre des voitures vendues au premier semestre 2009 en comparaison avec la même période 2008. Le retard d'arrivage des voitures a fait que les ventes soit réalisées au premier trimestre de 2009 et non pas au quatrième trimestre de l'année 2008.

- **PRINCIPAUX INDICATEURS AU 30/06/2009**

Le repli enregistré au niveau du chiffre d'affaires trimestriel est dû principalement à l'octroi tardif des quota d'importation. Les voitures sont arrivées au mois de Mai et commercialisées par conséquent qu'à partir du mois de juin. A la fin dudit mois, ARTES a été en tête de liste avec 1167 voitures vendues. La nouvelle Renault Symbol connaît une demande fulgurante et l'effet des ventes de ce nouveau modèle devrait être senti à la fin du deuxième semestre.

Tab 12: Indicateurs d'activité au 31 Mars 2009

	01/03/2009	01/03/2008	Variation	31/12/2008
Total des revenus	25,7	11,6	121,9%	133,4
Coût d'achat des marchandises vendues	22,1	10,1	118,0%	113,5
Marge brute	3,6	1,4	149,8%	19,9
Taux de marge brute	14,0%	12,5%	1,5 points	14,9%
Charges financières	0,0	0,0		0,0
Produits financiers	0,4	0,8		8,7
Trésorerie nette	5,0	59,3	-91,6%	42,3
Délai moyen règlement fournisseurs	141,0	115,0		141,0
Masse salariale	0,7	0,5	22,5%	3,1
Effectif moyen	203,0	192,0	5,7%	198,0
Nombre des points de ventes (Agents et ateliers)	26,0	26,0	0,0%	26,0

Source : Indicateurs d'activité de la société au 31/03/2009 , MAC SA

Tab 13: Indicateurs d'activité au 30 Juin 2009

	2ème trim 09	2ème trim 08	Variation	30/06/2009	30/06/2008	Variation	31/12/2008
Total des revenus	29,8	54,0	-44,8%	55,6	65,6	-15,3%	133,4
Coût d'achat des marchandises vendues	25,3	45,6	-44,4%	47,4	55,7	-14,8%	113,5
Marge brute	4,5	8,5	-46,6%	8,1	9,9	-18,0%	19,9
Taux de marge brute	15,2%	15,7%	-0,5 points	14,6%	15,1%	-0,5 points	14,9%
Charges financières	0,0	6,2		0,0	0,0		0,0
Produits financiers	7,1	2,6		7,5	7,0		8,7
Trésorerie nette	10,8	2,6	308,1%	58,0	62,0	-6,3%	42,3
Délai moyen règlement fournisseurs	155,0	123,0		155,0	125,0		141,0
Masse salariale	0,9	0,9	3,8%	1,6	1,4	11,1%	3,1
Effectif moyen	200,0	191,0	4,7%	200,0	191,0	4,7%	198,0
Nombre des points de ventes (Agents et ateliers)	26,0	26,0	0,0%	26,0	26,0	0,0%	26,0

Source : Indicateurs d'activité de la société au 31/03/2009 , MAC SA

STRUCTURE FINANCIERE

En analysant la structure financière de la société ARTES sur la période 2006-2008, trois rubriques intriguent tout analyste. Ces rubriques sont les immobilisations financières, les placements et autres actifs financiers et les stocks.

Le compte immobilisations financières est passé de 25,3MDT en 2006 à 0,7MDT en 2007 pour terminer à 7MDT en 2008. En 2007, la société ARTES a vendu sa participation dans la société Immobilier et développement. Cette opération s'était inscrite dans le cadre de la préparation à l'introduction en Bourse de la société ARTES. Le management avait pour objectif de dissocier les activités du groupe.

En 2008, la société ARTES a participé à hauteur de 6,300MDT au capital de la société ARTIMO. La participation à la création de cette société a permis à ARTES de bénéficier du dégrèvement fiscal et de créer des synergies entre les sociétés du groupe.

Le niveau de stock a signé entre 2007 et 2008 une hausse considérable passant de 7,7MDT à 40,7MDT. Comme expliqué auparavant, les voitures arrivées à la fin de 2008 n'ont été commercialisées qu'au premier semestre de 2009. En conséquence de la hausse du niveau des stocks, le besoin en fonds de roulement, d'habitude négatif, est passé de - 28,2MDT à 6,9MDT.

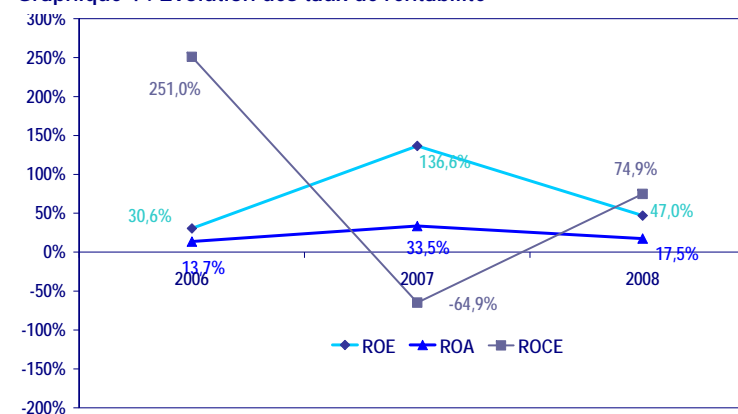
En dépit de la distribution de dividendes pour un montant de 40MDT, les placements et autres actifs financiers ont progressé entre 2006 et 2007 passant ainsi de 56,7MDT à 80,6MDT. Cette augmentation est expliquée par l'encaissement de dividendes exceptionnels provenant de la société filiale ARTEGROS, du produit de vente de la société « Immobilier et développement » et par les flux provenant de l'exploitation. Les placements et les autres actifs financiers sont généralement des bons de trésor. Par ailleurs, les placements et autres actifs financiers sont passé en 2008 à 35,6MDT. Cette baisse est expliquée par la distribution des dividendes et des frais d'approche liés aux acquisitions de fin d'année.

Tab 14: Structure financière

En MDTN	2006	2007	2008
Capitaux propres avant affectation	66,1	61,8	60,9
Passifs non courants	0,5	0,5	0,3
Capitaux permanents	66,6	62,3	61,2
Actifs non courants	34,7	5,7	12,0
Dont immobilisations financières	25,3	0,7	7,0
Fonds de roulement	32,0	56,6	49,2
Stocks	11,7	7,7	40,7
Clients et comptes rattachés retraités	6,1	7,6	12,3
Autres actifs courants	1,2	0,6	4,1
Fournisseurs et comptes rattachés	45,8	43,1	48,9
Autres passifs courants	1,0	1,0	1,2
Besoin en fonds de roulement	-27,8	-28,2	6,9
Variation du BFR	-2,6	-0,4	35,1
Placements et autres actifs financiers	56,7	80,6	35,6
Liquidités et équivalents de liquidités	3,1	4,2	6,6
Trésorerie nette	59,8	84,8	42,3

Source: Etats financiers individuels de la société, MACsa

Graphique 4 : Evolution des taux de rentabilité



Source: Etats financiers de la société, MACsa

STRATEGIE DE DEVELOPPEMENT

Selon le management, la stratégie de développement de la société ARTES devrait s'articuler dans les prochaines années autour des trois points suivants :

- ❖ L'élargissement de la gamme des produits et ce pour l'étendue de la base des clients potentiels
- ❖ La Segmentation des cibles pour mieux définir les besoins et les attentes de chaque segment de clients
- ❖ L'Adoption d'une ligne de conduite sur le plan professionnel

La société devrait commercialiser quatre nouveaux modèles en 2009. Le modèle symbol remplacera la Clio classic. Le marché connaît également l'entrée du modèle DACIA dont le nombre devrait être très réduit au début. Le taux de pénétration des marques Renault et Nissan serait entre 23% et 25%.

Il y a lieu de noter également que la société ARTES a lancé le projet de relooking de son show room et de son siège social comme elle a entamé la refonte de son système informatique qui sera selon le management opérationnel en 2010.

EVALUATION

Facteurs de risque : La nature de l'activité du ARTES l'expose à certains risques dont on note :

Risque de hausse du coût des matières premières :

La société ARTES n'est pas exposée directement au risque du coût des matières premières. D'ailleurs, le constructeur français a tous les moyens d'enrayer l'évolution des prix des matières premières. Dans le contexte économique actuel, ce problème n'est pas envisageable.

Risque de variation des prix constructeurs :

Le risque de variation des prix est faible. La société entretient de bonnes relations avec le constructeur français. La relation historique qui remonte à plusieurs années rassure la société ARTES et rend le risque d'un conflit au sujet des prix minime. Outre cet aspect relationnel, la concurrence qui se présente sur le marché mondial de l'automobile pousse à une meilleure maîtrise des prix de vente pour améliorer ses positions.

Risque de hausse des prix du baril du pétrole :

Le niveau des ventes est fortement lié au prix du pétrole. En Tunisie, les ventes des voitures sont faiblement sensibles au prix du pétrole. Le consommateur tunisien n'a pas la logique de l'arbitrage entre ce qui lui coûte la voiture et l'utilisation des autres moyens de transport. La possession de son propre véhicule reste un objectif d'accomplissement.

Risque de contraction des crédits

Le marché monétaire tunisien est ponctué actuellement par une situation de surliquidité. Les banques tunisiennes offrent pour les ménages des crédits Auto à des taux intéressants ; D'ailleurs, ce type de clients reste une cible privilégiée des banques tunisiennes vu leur faible risque de défaillance

Risque lié aux fluctuations des taux de change

Le principal risque pour la société est celui de la fluctuation du taux de change. Pour se couvrir contre ce risques de change, la société ARTES effectue des achats à terme. La société est exposée à la fluctuations des parités Dinar/Yen et Dinar/Euro

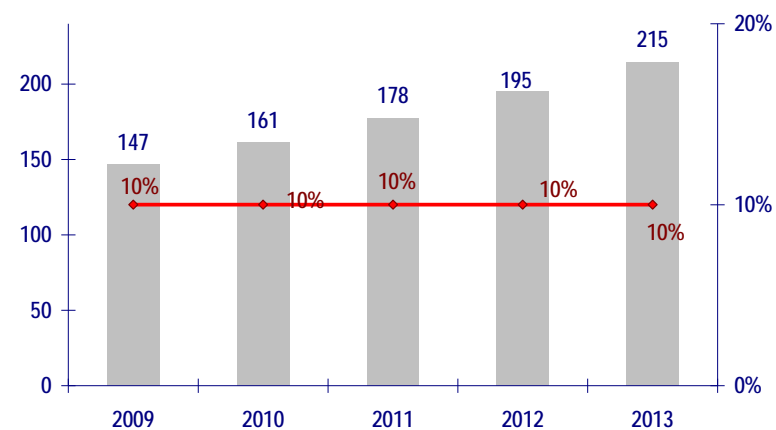
Risque de dépendance face au constructeur Renault : La relation entre ARTES et le constructeur français est historique. Cette relation devrait se consolider dans les années à venir

Hypothèses de l'état de résultat prévisionnel

- Une évolution du chiffre d'affaires de 10% . La société ARTES est bien positionnée sur le marché, en témoigne, les ventes réalisées au premier trimestre 2009 qui confirment bien la popularité de la marque Renault . Une évolution de 10% nous paraît très modérée si on se réfère au positionnement de la société ARTES sur le marché. La commercialisation du modèle Symbol dont la commercialisation a commencé au mois de juin 2009 aurait des effets positifs sur la rentabilité de la société. L'introduction du nouveau modèle devrait aussi contribuer à cette progression.
- Le taux de la marge brute serait de 14% sur tout l'horizon de prévision. Ce taux représente à peu près la moyenne du taux de la marge brute sur les dernières années. Cette marge est jugée plausible.
- Les frais de distribution, les frais d'administration et les autres charges d'exploitation devrait suivre une évolution de 5% tout au long de la période du business plan.
- L'activité placement génère des revenus importants pour la société. On a prévu une évolution de 10% pour les produits de placement . En effet, la société table sur l'amélioration de la performance des sociétés filiales.
- Un taux d'imposition effectif de 15% tout au long de la période du business plan.

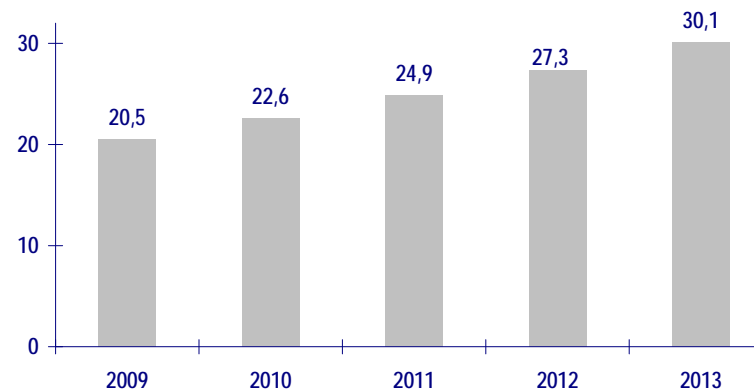
Le business plan a été élaboré compte tenu de la situation actuelle de la société ainsi que ses moyens de production actuels. On a intégré les immobilisations financières en les considérant comme actifs hors exploitation. La valeur des immobilisations financières s'élève, au 31 Décembre 2008, à 7MDT.

Graphique 5 : Chiffre d'affaires prévisionnel (MDT)



Source : MACSa ■ Chiffre d'affaires ◆ % de croissance

Graphique 6 : Répartition chiffre d'affaires prévisionnel (MDT)



Source : MACSa ■ Marge brute

Hypothèses du bilan prévisionnel

- Des investissements annuels de renouvellement et d'extension qui tournent autour de 1MDT ;
- Une évolution du BFR de 5%. Comme référence, on a calculé la variation du BFR entre 2006 et 2007. **On ne peut pas prendre l'année 2008 comme référence puisque le niveau de stock à la fin de ladite année était exceptionnel.**
- Le taux de distribution des dividendes sera de 80% ; A signaler que la société mère devrait percevoir 100% du résultat des sociétés filiales.

Méthodes d'évaluation

Pour déterminer la valeur des fonds propres de la société ARTES, nous nous sommes basés sur deux méthodes d'évaluation à savoir la méthode Discounted Cash Flow « DCF » et la méthode de Bates. L'évaluation est basée sur une période de 5 ans (2009-2013).

Selon la perception des investisseurs, la valeur ARTES pourrait être considérée comme une valeur de croissance ou une valeur de portefeuille. Si on voit la valeur ARTES comme une valeur de portefeuille c'est qu'on cherche les dividendes. Si l'on aperçoit comme une valeur de croissance on s'attarde plutôt sur la croissance des bénéfices.

Hypothèses de la méthode DCF

Le modèle DCF est basé sur une période de prévision de 5 ans (2009-2013) pour le Cash Flow Disponible. Les cash flows disponibles prévisionnels et la valeur résiduelle sont ensuite actualisés au coût moyen pondéré du capital (WACC). Notre évaluation selon la méthode DCF est basée sur :

- une prime de risque du marché de 8% ;
- un taux de l'argent sans risque de 4,4% ;
- un Bêta de 0,8 ; Bêta endetté de 0,4
- un taux de croissance à l'infini de 1% ;

Tab 15: Valorisation selon la méthode DCF

En MDT	2009	2010	2011	2012	2013
Résultat d'exploitation Net d'impôts	13,01	14,53	16,22	18,09	20,16
Amortissements et provisions	0,44	0,46	0,48	0,51	0,53
Investissement en immobilisations	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Augmentation du BFR	-1,46	-1,53	-1,61	-1,69	-1,78
Cash-flow disponible	13,91	15,53	17,31	19,29	21,46
WACC					
Taux de croissance à l'infini					
Cash-flow disponible actualisés			14,07	14,43	14,78
Valeur résiduelle actualisée					230,68
Valeur de l'entreprise					301,02
Actifs hors exploitation					6,97
Endettement net					42,23
Valeur des fonds propres					350,23
Valeur par action					13,73

Source: MACsa

Tab 16: Valorisation selon la méthode Bates

Indicateurs		
Taux de croissance moyen des bénéfices	G	8,61%
Taux d'actualisation	I	7,31%
Nombre d'année	N	5
P/O	D	80,00%
P/E sortie	Pe n	13
A		0,94
B		4,88
P/E entrée		17,95
BPA de l'année 2008		0,76
Valeur par action		13,70

Source: MACsa

Sur la base de ces hypothèses, le coût des capitaux propres s'est élevé à 7,31% calculé selon la méthode du Bêta de l'actif économique ;

- Le taux d'actualisation est de 8,64% calculé selon la méthode WACC ; Basé sur nos estimations des bénéfices futurs et selon les hypothèses précédentes pour le calcul du DCF, la valeur intrinsèque de ARTES serait de 13,73DTN par action.

Hypothèses de la méthode Bates :

- Nous avons assimilé un P/E de sortie de 13, c.à.d lorsque l'action est revendue après 5 ans
- Le taux de distribution des dividendes prévu est de 80%
- Le taux de croissance moyen des bénéfices sur la période 2009-2013 est de 8,61%.

Basé sur nos estimations des bénéfices futurs et selon les hypothèses précédentes pour le calcul du modèle de Bates, la valeur intrinsèque de ARTES serait de 13,700 DTN par action.

Valeur moyenne

L'évaluation moyenne de la valeur ARTES basée sur la méthode DCF et le modèle de Bates aboutit à une valorisation moyenne de 13,720DT. A noter qu'on a pris considération lors de nos calculs les immobilisations financières de la société ARTES (Actifs hors exploitation).

Le titre s'échange à 10,800DT (à la date du 26 Août 2009) ce qui implique une valorisation moyenne inférieure de 27% par rapport à la valeur moyenne. Au niveau actuel du cours, le titre s'échange à un multiple des bénéfices P/E 2008 de 14,8 et un P/E 2009 prévisionnel de 13. Ainsi, notre recommandation pour le titre ARTES est « Acheter ».

Tab 17: Valorisation moyenne

	Valeur par action en DTN
Méthode DCF	13,73
Méthode de Bates	13,70
Valeur moyenne	13,72
Cours au 26 Août 2009	10,80
Variation	27%

Source: MACsa

Business plan selon MACsa

Tab 18: Business plan

En MTND	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Revenus	133,38	146,72	161,39	177,53	195,28	214,81
Coût des ventes	114,21	126,18	138,79	152,67	167,94	184,73
Marge brute	19,17	20,54	22,59	24,85	27,34	30,07
Taux de marge brute	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Autres produits d'exploitation	0,75	0,79	0,83	0,87	0,92	0,96
Frais de distribution	2,38	2,50	2,62	2,75	2,89	3,04
Frais d'administration	1,94	2,04	2,14	2,25	2,36	2,48
Autres charges d'exploitation	1,41	1,48	1,56	1,64	1,72	1,80
Résultat d'exploitation	14,18	15,31	17,10	19,08	21,28	23,71
Charges financières nettes	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Produits des placements	8,67	9,54	10,49	11,54	12,69	13,96
Autres gains ordinaires	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités ordinaires avant impôt	22,96	24,89	27,54	30,57	33,93	37,63
Impôt sur le bénéfice	3,51	3,73	4,13	4,59	5,09	5,64
Résultat Net	19,45	21,16	23,41	25,99	28,84	31,98
Taux de la marge d'exploitation	10,6%	10,4%	10,6%	10,7%	10,9%	11,0%
Taux de la marge nette	14,6%	14,4%	14,5%	14,6%	14,8%	14,9%

Source : Etats financiers, MAC SA

Informations importantes

Ce document n'est pas utilisé ou considéré comme une offre à la vente ou une sollicitation à acheter n'importe quels titres.

Les informations et les opinions contenues dans ce document ont été rassemblées ou communiquées à MAC de sources considérées fiables, mais MAC n'a pas procédé indépendamment à une vérification du contenu de ces documents. Par conséquent, aucune représentation ni garantie, implicite ou explicite, n'est donnée et aucune dépendance ne devrait être placée quant à l'équité, l'exactitude, la précision des informations et des opinions contenues dans ce document. MAC n'accepte aucune responsabilité pour n'importe quelle perte provenant de l'utilisation de ce document ou de son contenu ou autres informations en relation avec ce document .

Les opinions et les estimations constituent notre jugement et sont sujet à toute modification sans avis préalable. La performance passée n'est pas indicative de résultats futurs. Ce document ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire ou acheter n'importe quelles actions, ni ce document ni les informations continues dedans ne devrait former la base d'un contrat ou engagement de quelle nature que ce soit. Il est fourni seulement pour votre information et ne devrait pas être reproduit ou redistribué à n'importe quelle autre personne. Les personnes qui reçoivent ce document devraient prendre connaissance et adhérer à ces restrictions. En acceptant ce rapport vous vous convenez de vous limiter aux limitations précitées.

Recommandation de MAC	Base de la Recommandation
Acheter	Valeur de l'action est > 10% du cours de bourse actuel
Conserver	Valeur de l'action est entre +10% et -10% du cours de bourse actuel
Réduire	Valeur de l'action est entre -10% et -20% du cours de bourse actuel
Vendre	Valeur de l'action est < -20% du cours de bourse actuel