

ENNAKL

- OFFRE A PRIX FERME & PLACEMENT GARANTI -

Secteur	Commerce Spécialisé	Nombre de titres offerts	12 000 000 titres
Nombre d'actions	30 000 000 titres	Prix proposé	10.700 DT
Flottant	40%	Jouissance en dividende	1 ^{ER} Janvier 2010
Capitalisation boursière	321.000 MDT	Période de souscription	23 Juin – 02 Juillet 2010

POINTS CLEFS

→ **NOUS RECOMMANDONS DE SOUSCRIRE A L'OPF**

STRUCTURE DU CAPITAL APRES L'OPF :

Actionnaires	% du capital et des droits de vote
Princesse Holding	59.99%
Public :	40.00%
Tunisie	30.00%
Maroc	10.00%
Autres personnes physiques	0.01%
Total	100,00%

- La société ENNAKL est leader du marché de l'automobile en Tunisie, avec 21,4% de parts de marché, représentant la marque de renommée internationale : VOLKSWAGEN.
- Elle dispose d'une gamme diversifiée de produits représentée par les marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN utilitaires, AUDI et PORSCHE.
- Elle envisage le lancement de deux nouvelles marques : SEAT en 2010 et SKODA en 2011, ce qui va lui permettre de cibler de nouveaux segments de la demande de véhicules automobiles.
- ENNAKL c'est aussi un réseau de 17 agences réparties sur l'ensemble du territoire tunisien et elle prévoit d'en ouvrir 7 autres durant la période 2010-2011.
- Le Groupe dispose d'une situation financière solide avec de bons niveaux de rentabilité ; le chiffre d'affaires Groupe s'est élevé à 326MDT en 2009 avec un résultat net part du groupe de 22MDT.
- Bénéficiant de l'appui du Groupe PRINCESSE HOLDING et capitalisant sur son partenariat avec le Groupe VOLKSWAGEN, ENNAKL tirera profit des prémices de reprise du secteur automobile à l'international. En effet, du fait de l'accroissement des achats de composants automobiles par le constructeur allemand auprès des sous-traitants installés en Tunisie, ses quotas d'importation devraient augmenter.
- La cotation d'ENNAKL s'inscrit dans un processus de développement de la société, ce qui va lui permettre de poursuivre et renforcer sa position de leader. La double cotation est une première sur les marchés du Maghreb et constitue un atout d'intérêt non négligeable pour la valorisation du titre.
- Compte tenu d'une valorisation basée sur un Business Plan que nous jugeons réaliste, **nous recommandons de souscrire à cette OPF.**
- Compte tenu de son caractère défensif et peu risqué le titre devrait figurer dans une large gamme de portefeuilles.

RENSEIGNEMENTS SUR L'OFFRE A PRIX FERME & LE PLACEMENT GARANTI

Nature de l'opération : Introduction en bourse par la diffusion dans le public de 12 000 000 actions de nominal 1DT répartis comme suit :

- 9 000 000 actions représentant 75% du total des actions offertes placées auprès du public **sur la place de Tunis**, soit 30% du capital de la société, et ce par le biais :
 - ❖ Une Offre à Prix ferme (OPF) de 4 600 000 actions représentant 38.3% du total des actions offertes,
 - ❖ Un Placement Garanti de 4 400 000 actions représentant 36.7% du total des actions offertes. Le Placement Garanti sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'OPF.
- 3 000 000 actions représentant 25% du total des actions offertes placées **sur la place de Casablanca**, soit 10% du capital de la société, et ce au moyen d'une offre à prix ferme.

Les investisseurs étrangers non-résidents sont autorisés à acquérir des actions ENNAKL à hauteur de 33% du capital de la société.

Prix d'émission : le prix de l'action ENNAKL a été fixé à 10,700 DT aussi bien pour l'OPF que pour le Placement Garanti sur la place de Tunis et à 64,22 dirhams au Maroc.

Période de validité de l'offre : L'OPF des titres est ouverte au public du 23/06/2010 au 02/07/2010 inclus.

A noter que les souscriptions pourront faire l'objet d'une clôture anticipée dès la fin du troisième jour de souscription si l'importance de la demande peut aboutir à un faible taux d'allocation.

➔ En ce qui concerne l'offre sur la Bourse de Tunis :

- L'Offre à Prix Ferme sera répartie en cinq catégories :

	Catégories	Nombre d'actions	Montant en DT	% du capital après augmentation	% de l'OPF
A	Personnes physiques tunisiennes et étrangères désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 999 actions	1 432 787	15 330 821	4,80%	31,10%
B	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères autres que les investisseurs institutionnels désirant acquérir au minimum 1000 actions et au maximum 14 999 actions	1 508 197	16 137 708	5,00%	32,80%
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	904 918	9 682 623	3,00%	19,70%
D	SICAV tunisiennes et FCP tunisiens désirant acquérir au minimum 50 actions et au maximum 150 000 actions	754 098	8 068 849	2,50%	16,40%
	Total	4 600 000	49 220 000	15,30%	100,00%

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante:

→ Pour la catégorie A :

Les ordres d'achat seront satisfaits également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les rompus seront alloués par une action par donneur d'ordre, avec priorité aux demandes les plus fortes.

→ Pour les catégories B, C, 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 si le nombre de titres demandés excède le nombre de titres offerts.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie A puis à la catégorie B, puis à la catégorie C, puis à la catégorie D.

- Le placement garanti portera sur 4 400 000 actions ENNAKL qui seront réparties comme suit :

Catégories	Nombre d'actions	Montant en DT	% du capital après augmentation	% de l'opération
Investisseurs institutionnels étrangers désirant acquérir au maximum 1 500 000 actions	3 000 000	32 100 000	10,00%	68,20%
Investisseurs institutionnels tunisiens désirant acquérir au maximum 1 500 000 actions, autres que les FCP tunisiens et les SICAV tunisiennes	1 400 000	14 980 000	4,70%	31,80%
Total	4 400 000	47 080 000	14,70%	100,00%

Contrat de liquidité :

La société Princesse Holding, initiatrice de l'offre s'est engagée à consacrer 12 840 000 DT et 600 000 actions pour alimenter un contrat de liquidité pour la Place de Tunis. Ce contrat aura une durée de 6 mois à partir de la date d'introduction en Bourse des actions ENNAKL Automobiles et sera confié à l'intermédiaire en Bourse introducteur Attijari Intermédiation.

PRESENTATION DE LA SOCIETE ENNAKL :

La société ENNAKL Automobiles a été créée en 1965 par un groupement d'entreprises publiques. Elle est l'un des acteurs majeurs de la distribution automobile en Tunisie, notamment les marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN utilitaires, AUDI et PORSCHE, et dont elle assure également le service après vente et la vente de pièces de rechange d'origine en gros et en détail. En 2006, la société a été privatisée suite à sa reprise par le groupe Princesse Holding par le biais de participation au capital à hauteur de 99.99%.

A noter que le groupe Princesse Holding, qui est dirigé par Mr. Mohamed Sakher El Materi, est une holding de participation ayant pour vocation l'investissement stratégique dans divers secteurs d'activité tels que la distribution automobile, l'immobilier, les services financiers...

Ce processus de privatisation a clairement été un succès car il a permis à ENNAKL de se situer au niveau des standards internationaux en matière de qualité de services et de technologies et d'améliorer aussi la performance et la qualité des prestations offertes grâce à un effort de modernisation.

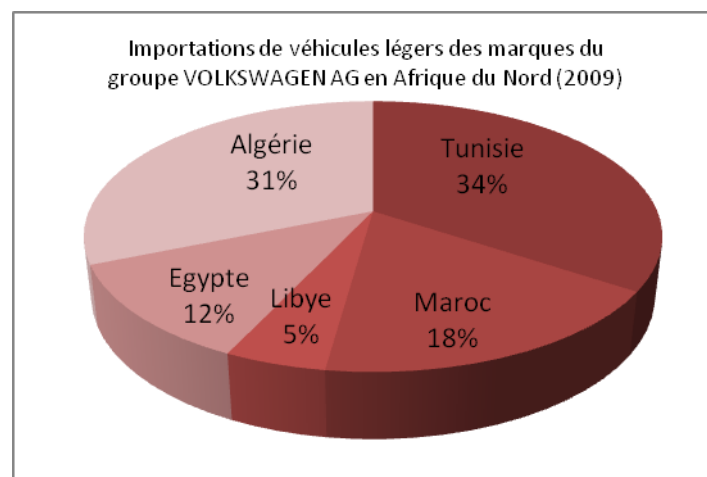
D'ailleurs, la société ENNAKL s'est beaucoup investie dans la formation du personnel, l'élargissement des gammes de produits et le développement de son réseau commercial vu qu'elle dispose à ce jour d'un réseau de 17 agences réparties sur l'ensemble du territoire tunisien. De plus, la société a renforcé son partenariat avec le groupe de construction et de distribution automobile Volkswagen AG.

Le Groupe ENNAKL est constitué aujourd'hui de :

- La société mère « ENNAKL »
- Une société sous contrôle exclusif, filiale, « CAR GROS », avec une participation directe de 99,979% dans le capital, spécialisée dans l'importation et la vente en gros des pièces de rechange des marques représentées par la société ENNAKL.

La société ENNAKL est aujourd'hui leader du marché de l'automobile en Tunisie, avec 21,40% de part de marché juste avant son concurrent ARTES (Renault, Nissan, Dacia) qui détient une part de marché de 20,3%, la STAFIM (Peugeot) dont la PDM s'établit à 10,9% et ALPHA FORD avec une PDM de 9,9%.

A travers la société ENNAKL, la Tunisie se place en première position en tant qu'importateur, en nombre de véhicules légers, du Groupe en Afrique du Nord.



PRESENTATION DU SECTEUR TUNISIEN DE LA DISTRIBUTION AUTOMOBILE :

- **Secteur de la distribution automobile (marché des véhicules légers) :**

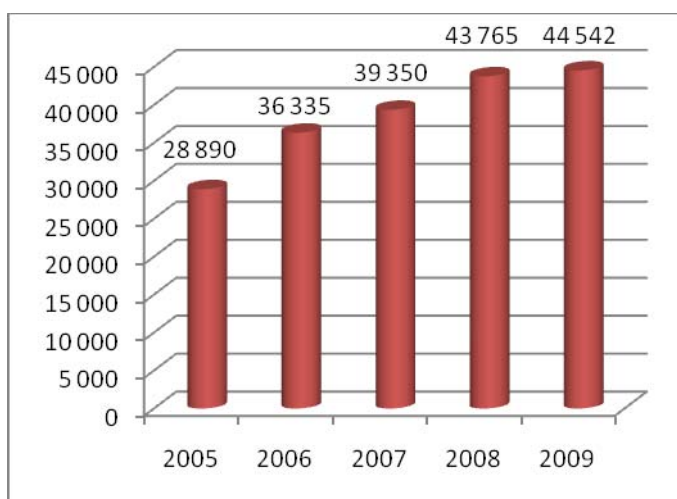
L'histoire du secteur de la distribution automobile a été marquée par la création de STIA (Société Tunisienne d'Industrie Automobile) en 1961 dont le rôle concernait en grande partie le montage des véhicules commercialisés sur le territoire tunisien.

Cependant, les autorités tunisiennes ont mis fin à cette activité en 1987 du fait de la faiblesse du marché intérieur et de la vétusté du parc automobile et ont opté pour l'importation des véhicules finis.

Comme il existe une corrélation entre les importations de véhicules légers et le solde de la balance commerciale, le Gouvernement a mis en place en 1995 un système de quotas d'importation pour fixer le volume annuel d'importation des véhicules neufs. La maîtrise de la balance commerciale constitue le principal déterminant du volume des importations de véhicules en Tunisie.

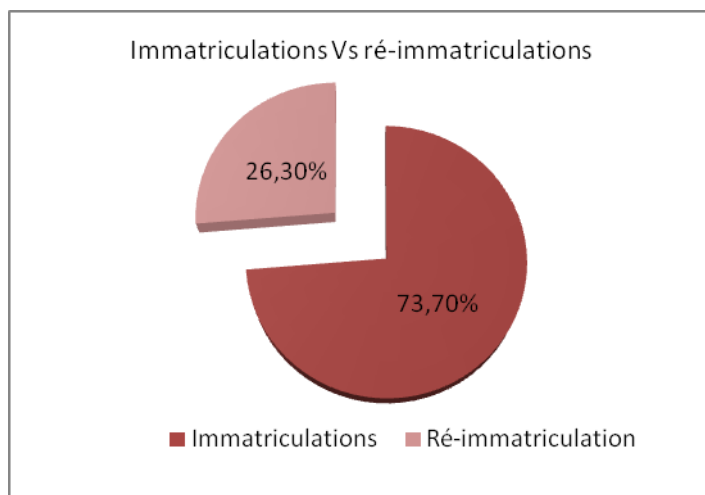
Sur la période 2005-2010, le nombre de véhicules légers importés en Tunisie a enregistré une croissance annuelle moyenne de 11,4%.

Evolution des importations de véhicules légers sur la période 2005-2009 (en unités)



Pour ce qui est du taux de pénétration du marché automobile tunisien, il s'est établi à 5,6% en 2009. Bien que ce taux se compare favorablement par rapport aux pays de l'Afrique du nord notamment le Maroc (4%) ou encore l'Égypte (2,4%), celui-ci reste en retrait par rapport aux autres pays en l'occurrence l'Afrique du sud dont le taux de pénétration s'élève à 10,4% et la Turquie enregistrant un taux de 12%. Ceci démontre que le marché de la distribution automobile en Tunisie dispose d'un fort potentiel de croissance.

Par ailleurs, les premières immatriculations représentent 73,7% des véhicules vendus en 2009, contre 26,3% de ré-immatriculations. Ces dernières proviennent du marché des non concessionnaires (marché parallèle). Les premières immatriculations (44 666 unités en 2009) ont enregistré une croissance annuelle moyenne de +8,2% sur les cinq dernières années. Par contre, le nombre de ré-immatriculations a baissé durant la période 2005-2009 de 18,6% en raison des dispositions fiscales favorables mises en place au profit des concessionnaires automobiles.

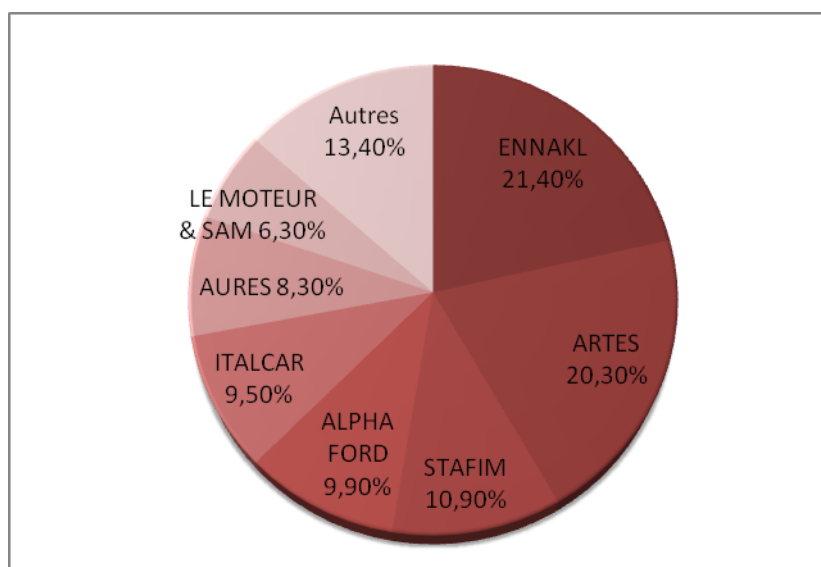


La demande du secteur de la distribution de véhicules légers s’est appréciée du fait de la croissance démographique de la population tunisienne conjuguée à l’amélioration du pouvoir d’achat et à un PIB par habitant en évolution.

- **Positionnement d’ENNAKL dans le secteur**

ENNAKL occupe une place importante dans le secteur de la distribution automobile en Tunisie, avec une part de marché de 21.4% en termes de premières immatriculations de véhicules légers en 2009 (9617 véhicules vendus), suivi par ARTES, représentant officiel de la marque Renault avec 20.3%.

Secteur de la distribution automobile en Tunisie : Principaux acteurs



L'activité de la société ENNAKL s'articule autour de trois principaux métiers :

(1) Vente de véhicules neufs :

La société bénéficie d'une diversité de la gamme de produits du Groupe Volkswagen (Volkswagen, Volkswagen utilitaires, Audi, Porsche, Seat et Skoda à partir de 2011).

Cette première activité ou sous activité est le principal contributeur au chiffre d'affaires du Groupe, elle représente 92,4% à fin 2009 soit 326,119MDT.

(2) Vente de pièces de rechange :

A partir du mois de septembre 2007, la vente de pièces de rechange pour la société ENNAKL ne concerne que la vente en détail. En effet, à cette même date, la filiale CAR Gros a été créée avec pour spécialité la vente de pièces de rechange des marques distribuées par sa maison mère.

Cette branche contribue à hauteur de 6,6% au niveau des ventes du Groupe (21,677MDT).

(3) Service technique :

Cette activité s'inscrit dans le cadre du service après vente pour les clients Volkswagen, Volkswagen utilitaires, Audi, Porsche. Elle couvre les services suivants :

- Travaux de réparation mécanique
- Service rapide
- Travaux de carrosserie et de peinture

Le chiffre d'affaires réalisé par cette branche est marginal, il ne représente que 0,94% des ventes globales du groupe.

● **Réalisations financières historiques :**

(En KTND)	2008	2009	Var %
CA	275 885	326 119	18,21%
Vente véhicules neufs	254 381	301 366	18,47%
Vente pièces de rechange *	19 436	21 677	11,53%
Service technique	2 068	3 076	48,74%

*le chiffre d'affaires pièces de rechange comprend la vente de lubrifiants

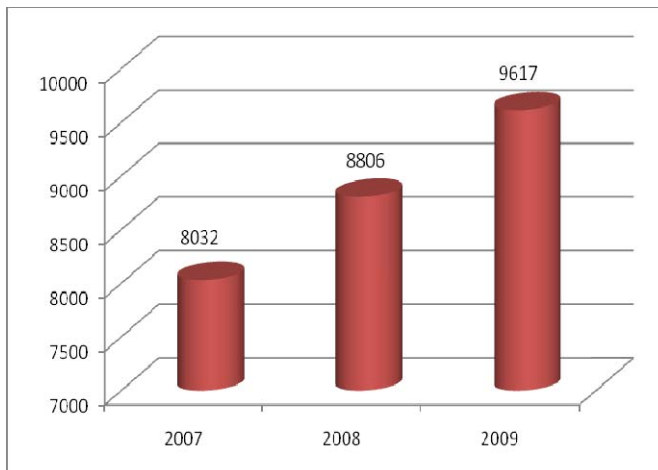
Le chiffre d'affaire global du groupe ENNAKL enregistre une croissance conséquente de 18,21% au titre de l'exercice 2009 et se ventile comme suit :

- Le chiffre d'affaire provenant de **l'activité vente des véhicules neufs** s'établit à 301 366KDT en 2009 contre 254 381KDT en 2008. Cette évolution résulte d'une part, de la politique d'expansion du réseau commercial concrétisée par l'ouverture de 10 nouvelles agences officielles ENNAKL Automobiles, portant leur nombre à 18 (y compris le siège). Il est à signaler que la contribution du réseau de distribution dans le chiffre d'affaire atteint en 2009, 21.9% contre 8.9% en 2007 et 20.5% en 2008.

En outre, l'amélioration de la qualité et l'élargissement de la gamme des produits, qui s'adaptent plus aux besoins de la clientèle, a contribué à la croissance du chiffre d'affaires.

Par ailleurs, le nombre de véhicules neufs vendus en 2009 est passé à 9617 contre 8806 en 2008. A noter que la progression du chiffre d'affaires se répartit en deux parties : (1) effet volume et (2) effet prix.

➔ Evolution des ventes en milliers de véhicules légers entre 2007 & 2009

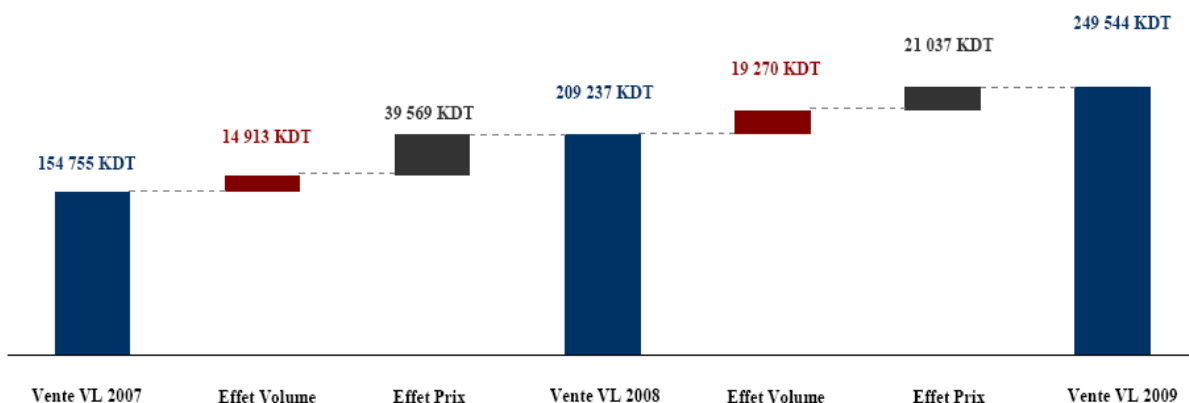


Etant une société importatrice, la société ENNAKL doit faire face aux fluctuations du Dinar Tunisien face à l'Euro. C'est pourquoi la société ENNAKL, sensible à ces contraintes de taux de change, procède à des achats à terme de devises.

Malgré cette politique de couverture, ENNAKL procède à la répercussion des hausses de l'Euro sur les prix de vente de véhicules en Tunisie afin d'assurer de bons niveaux de marges brutes.

Ce double effets volume et prix s'est établi respectivement à 19,27MDT et 21,037MDT pour la période 2008-2009.

➔ **Défalcation de la croissance du chiffre d'affaires des véhicules légers entre effet volume & effet prix**

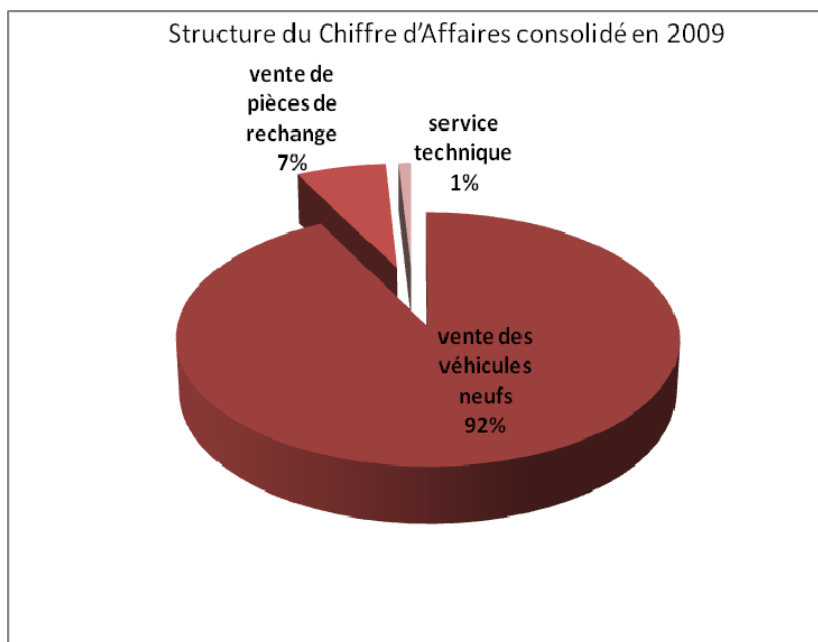


Source : Prospectus

- En ce qui concerne l'activité vente de pièces de rechange, son chiffre d'affaire s'élève en 2009 à 21 677 KDT contre 19 436 KDT une année auparavant, soit une augmentation de 11.5%.

- Depuis 2007, avec la reprise de cette activité par la société « CAR GROS », la contribution de cette filiale d'ENNAKL dans le chiffre d'affaire consolidé de l'activité vente de pièces de rechange du groupe s'établit désormais à 44.7% en 2009.
- Quant à l'**activité service technique**, le chiffre d'affaire enregistré par cette activité a connu une évolution favorable de +48.75% à fin 2009. Une croissance justifiée par la mise en place d'une politique rigoureuse visant l'amélioration du service après vente.

A noter que le chiffre d'affaire du Groupe ENNAKL demeure dominé par la vente de véhicules neufs, celle-ci représente 92,4% du total ventes en 2009 contre 92,2% en 2008.



(En KTND)	2008	2009	Var %
Marge Commerciale	37 156	43 309	16,56%
Taux de la Marge Commerciale	13,50%	13,30%	-0,20%
Résultat d'exploitation	26 000	28 260	8,69%
Marge d'EBIT	9,40%	8,70%	-0,70%
Résultat net Part du Groupe	20 702	21 987	6,21%
Marge Nette	7,51%	6,74%	-0,77%

- La marge commerciale du Groupe s'est appréciée de 16.56% en 2009 grâce à la hausse du chiffre d'affaire mais également suite à une meilleure maîtrise du coût d'achat des marchandises vendues. Le taux de la marge commerciale se situe à 13.3% à fin 2009 en léger repli de 0.7% comparativement à l'année 2008.
- Pour sa part la marge d'EBIT affiche une légère détérioration de 0.7% suite à l'augmentation de la charge salariale.
- Cette légère baisse de la marge commerciale et de la marge d'EBIT se sont retrouvées au niveau du résultat Net Part du Groupe qui s'est établi à 20,7MDT à fin 2009, ce qui correspond à une marge nette de 6.74% (vs7.51% en 2008).

	2008	2009	Var %
Effectif	248	280	32
Frais de personnel/CA	2,20%	2,30%	0,10%

- L'évolution du nombre d'effectif est due à une stratégie de renforcement des agents de maîtrise et des agents d'exécution.
- La société ENNAKL présente un délai fournisseurs de 26 jours de chiffre d'affaires considéré important et encaisse par contre la part la plus importante de son chiffre d'affaire au comptant, ce qui découle de la nature d'activité même de la société. Par conséquent, la Groupe dispose d'une trésorerie nette structurellement excédentaire.

● **Perspectives d'avenir :**

Le Groupe ENNAKL a adopté une stratégie de développement qui s'articule autour des axes suivants :

➤ **L'élargissement de la gamme des produits :**

Afin de se démarquer et de renforcer sa présence sur le marché tunisien, le groupe ENNAKL mise sur une stratégie d'élargissement de la gamme de ses produits qui se matérialise par le lancement des marques SEAT en 2010 et SKODA en 2011, mais également par la diversification des modèles des marques actuelles (Volkswagen, AUDI et PORSCHE).

Le développement de la gamme des produits a pour but de cibler une part plus importante de la population et de consolider la part de marché de la société dans les années à venir.

➤ **Le développement du réseau commercial :**

Le groupe ENNAKL vise l'amélioration du dispositif commercial à travers l'ouverture de nouvelles agences sur l'ensemble du territoire tunisien. Le groupe compte atteindre un nombre de 25 agences à la fin de l'année 2010 et 29 agences en 2011. De plus, ENNAKL a entamé en 2008 deux projets de showroom dédiés aux marques AUDI et PROSCHE qui seront opérationnels vers la fin de cette année.

L'objectif de cette stratégie est de mettre en place un réseau de distribution de qualité et de renforcer la notion de proximité.

➤ **L'amélioration du service après vente :**

L'amélioration du service après vente constitue l'un des objectifs primordiaux du groupe ENNAKL qui se traduit notamment par la mise en place de divers services permettant l'amélioration de traitement des requêtes de la clientèle, l'agrandissement et l'aménagement d'un nombre de ses ateliers de réparation et la commercialisation d'une nouvelle gamme de pièces de rechange adaptée aux véhicules âgés de plus de trois ans.

➤ **Le renforcement du partenariat avec le constructeur automobile « VOLKSWAGEN AG » :**

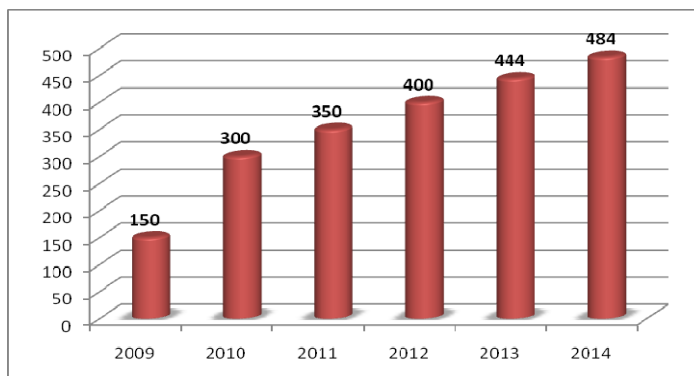
Le groupe ENNAKL entretient des relations privilégiées avec son partenaire historique VOLKSWAGEN AG qui vise un positionnement de leader mondial du secteur automobile à l'horizon 2018.

Le groupe ENNAKL justifie son renforcement à travers :

- le développement d'un large réseau de distribution couvrant les plus grandes villes du territoire tunisien.

- Une politique d'investissements qui se traduit par le lancement de 7 nouveaux projets dans l'industrie de composants automobiles en Tunisie pour un montant de 300MDT en 2010.
- La diversification de la gamme des produits.

Evolution des investissements du Groupe Volkswagen en Tunisie sur la période 2009-2014^e (en MDT)



• **Les investissements futurs :**

La société ENNAKL a mis en place un programme d'investissement pour la période prévisionnelle allant de 2010 jusqu'à 2014 qui totalise un montant de 5 600 000DT et qui portera principalement sur :

- La construction de nouveaux showrooms dédiés aux marques AUDI, PORSCHE et SKODA à la Goulette.
- L'aménagement du showroom sis à la Charguia dédié à la marque SEAT

❖ **Tableau récapitulatif des investissements projetés sur la période du Business Plan :**

(En TND)	2009	2010 ^e	2011 ^p	2012 ^p	2013 ^p	2014 ^p
Terrains	-	150 000	-	-	-	-
Construction	4 576 000	1 300 000	1 000 000	-	-	-
Mobilier et matériel de bureau	218 200	-	-	-	-	-
Matériel de transport	225 000	-	-	-	-	-
Matériel informatique	358 665	-	-	-	-	-
Agencements et installations	301 000	150 000	150 000	500 000	500 000	500 000
Autres	500 700	-	-	-	-	-
Total	6 179 565	1 600 000	1 150 000	500 000	500 000	500 000

- **Les projections :**

(En TND)	2009	2010e	2011p	2012p	2013p	2014p	TCAM 2009-2014
Revenus	326 119 139	377 991 557	400 555 328	437 842 868	471 027 544	506 440 068	9,20%
Autres produits d'exploitation	2 409 165	1 989 649	2 213 358	2 368 872	2 578 908	2 731 074	2,54%
Transfert de charges	352 949						
Produits d'exploitation	328 881 253	379 981 206	402 768 686	440 211 740	473 606 452	509 171 142	9,14%
Variation de stocks	-22 011 954						
Achats de marchandises	305 616 629	328 530 248	345 393 230	377 441 748	406 116 402	436 580 522	7,39%
Charges de personnel	7 620 121	7 759 997	8 154 883	8 622 416	9 096 812	9 597 212	4,72%
Dotations aux provisions et aux amortissements	2 281 286	1 593 262	1 657 461	1 579 475	1 514 920	1 569 920	-7,20%
Autres charges d'exploitation	8 217 938	9 166 993	10 009 461	10 792 863	11 736 414	12 275 394	8,36%
Charges d'exploitation	301 724 020	347 050 500	365 215 036	398 436 502	428 464 548	460 023 048	8,80%
Résultat d'exploitation	27 157 233	32 930 706	37 553 650	41 775 238	45 141 904	49 148 094	12,60%
Charges financières nettes	753 076	29 000					
Produits des placements	828 419	2 436 860	3 322 223	3 682 985	4 388 438	5 170 527	44,23%
Autres gains ordinaires	3 666 402						
Autres pertes ordinaires	305 955						
Résultat avant impôts	30 593 024	35 338 567	40 875 873	45 458 223	49 530 343	54 318 621	12,17%
Impôts sur les sociétés	8 604 916	7 777 826	9 271 299	10 363 429	11 324 052	12 412 592	
Résultat net	21 988 108	27 560 741	31 604 574	35 094 794	38 206 291	41 906 029	13,77%
Intérêts minoritaires	529	714	835	963	1 042	1 147	16,74%
Résultat net Part du groupe	21 987 579	27 560 027	31 603 739	35 093 831	38 205 249	41 904 882	13,77%

Ratios	2009	2010e	2011p	2012p	2013p	2014p
EBIT	301 724 020	347 050 500	365 215 036	398 436 502	428 464 548	460 023 048
EBITDA	304 005 306	348 643 762	366 872 497	400 015 977	429 979 468	461 592 968
Résultat financier	75 343	2 407 860	3 322 223	3 682 985	4 388 438	5 170 527
Marge brute	42 514 464	49 461 309	55 162 098	60 401 120	64 911 142	69 859 546
Taux de MB	13%	13%	14%	14%	14%	14%
Marge op. ou Marge d'EBIT	92,52%	91,81%	91,18%	91,00%	90,96%	90,83%
Marge d'EBITDA	93,22%	92,24%	91,59%	91,36%	91,29%	91,14%
Marge nette	6,74%	7,29%	7,89%	8,02%	8,11%	8,27%

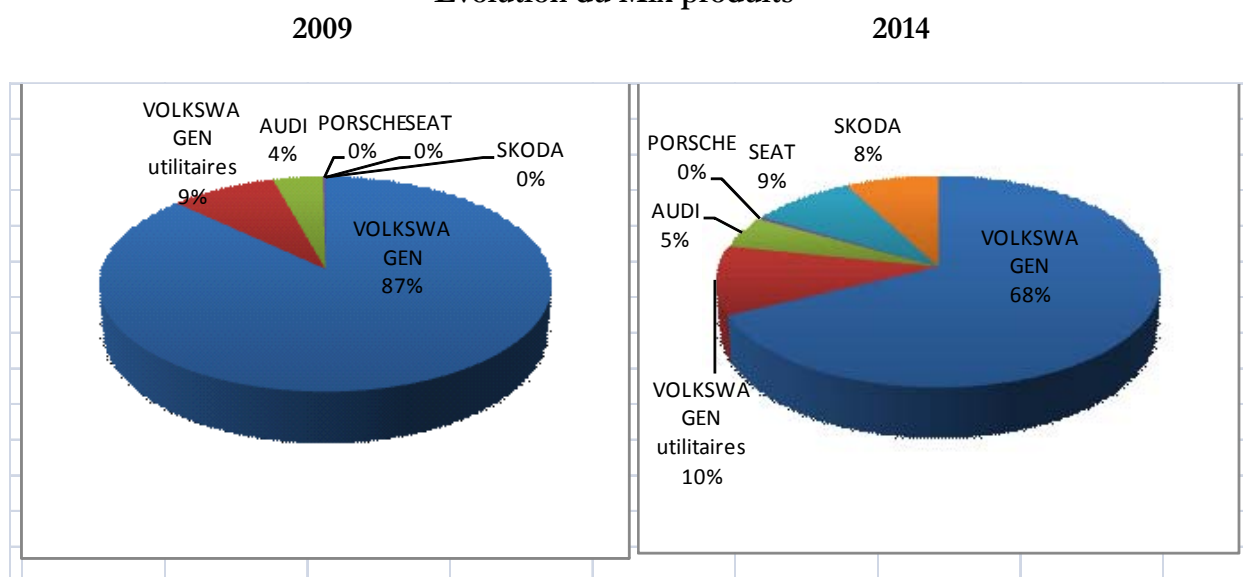
Le Chiffre d'affaire prévisionnel du Groupe ENNAKL devrait croître à un taux annuel moyen de 9,2% sur la période 2009-2014 pour atteindre les 506,440MDT en 2014. A noter que le management vise la diminution de la part des ventes des véhicules VOLKSWAGEN d'ici 2014 (passant de 87% du total ventes en unités en 2009 à 68% en 2014) et ce au profit des ventes des marques SEAT ET SKODA qui verront leur part augmenter respectivement à 9% et 8%.

En ce qui concerne les prix de vente des véhicules légers de l'ensemble des marques commercialisées par la société ENNAKL, ces derniers augmenteront de 5% sur la période 2010-2011 et de 2% pour le reste de la période du Business Plan.

Ces prévisions reposent sur la stratégie de développement des activités de la société à travers la diversification de la gamme des produits et l'amélioration de la qualité de services et des technologies. Le Business Plan jugé réalisable est fondé sur les atouts dont dispose ENNAKL, qui sont :

- L'emplacement géographique considéré stratégique de son réseau commercial (Les plus grandes villes tunisiennes)
- Sa relation privilégiée avec le constructeur mondial « Volkswagen AG » qui lui procure un avantage compétitif en matière de part de marché dans le quota d'importation global.
- La commercialisation de nouveaux produits qui lui permet de cibler une part plus grande de la population.

Evolution du Mix produits



Le management du Groupe estime améliorer sa part de marché à 22.1% à l'issue de l'année 2010 pour passer à 23.1% pour le reste de la période prévisionnelle (2011-2014).

Quant au résultat net, la société table sur une croissance annuelle moyenne de 13,77% l'an pour atteindre les 41,9MDT à l'horizon 2014 soit une marge nette de 8,27%.

• **L'évaluation d'ENNAKL:**

Trois méthodes d'évaluation ont été utilisées pour déterminer la valeur d'ENNAKL. La méthode des Multiples, la méthode patrimoniale et la méthode des Discounted Cash Flow (DCF) dont les paramètres utilisés se présentent comme suit :

Taux sans risque	5,16%
Prime de risque	10.21%
Bêta (sans dette)	0,8
Taux de croissance à l'infini "g"	2%

Le **coût moyen pondéré du capital**(CMPC) retenu pour l'actualisation des cash-flows et de la valeur terminale est de **13.33%**. Clairement le taux utilisé retrace une prudence dans l'actualisation des flux futurs.

Synthèse des méthodes utilisées :

000 DT	Valorisation	Pondération	Valeur/action	Décote/Surcote du prix de l'IPO par rapport à la valorisation	
DCF	406 618	65,0%	13,554	-21,06%	Décote
MULTIPLES	287 615	17,5%	9,587	11,61%	Surcote
GW	268 874	17,5%	8,962	19,39%	Surcote
Moyenne arithmétique	321 036		10,701	-0,01%	=
Moyenne pondérée	361 687		12,056	-11,25%	Décote
<i>Prix proposé</i>	<i>321 000</i>		<i>10,700</i>		

Le prix proposé pour l'opération ENNAKL a été fixé à 10,700DT, il s'est basé la pondération des trois méthodes, offrant une décote de **11,25%** par rapport à la moyenne des méthodes retenues.

	P/E		P/B		D/Y	
	2010 ^E	2011P	2010 ^E	2011P	2010 ^E	2011P
ENNAKL	11,6	10,2	5,3	4,8	2,8%	5,4%
SECTEUR AUTOMOBILES MAROC	19,3	23,0	2,9	2,7	3,1%	3,1%

En termes de multiples, ENNAKL affiche une valorisation attrayante avec un P/E 2010^e de 11,6x vs 14,6x pour le marché tunisien et 17,4x pour le marché marocain.

Le leader automobile ENNAKL offre un rendement en dividende qui passe de 2,8% en 2010 (conforme à celui du Tunindex) à 5,4% en 2011.

- ➔ Compte tenu d'une valorisation basée sur un Business Plan que nous jugeons réaliste et des hypothèses qui nous semblent plausibles, **nous recommandons de souscrire à cette OPF.**

• **Analyse SWOT :**

Forces	Faiblesse
<ul style="list-style-type: none"> - Leader du marché de la distribution automobile en Tunisie avec 21,4% de part de marché. - Concessionnaire exclusif des marques VOLKSWAGEN, VOLKSWAGEN Utilitaires, AUDI et PORSCHE en Tunisie. - Élargissement continu de son maillage territorial. - Diversification de son réseau de marques par la distribution de SEAT en 2010 et SKODA en 2011. - Un besoin en fonds de roulement négatif - Un personnel qualifié 	<ul style="list-style-type: none"> - Réseau exclusivement constitué de concessions indépendantes - Chiffre d'affaires majoritairement généré par les ventes de citadines à faible marge
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Baisse du cours de l'EURO - Meilleure compétitivité des véhicules d'origine européenne à horizon 2012 dans la perspective du démantèlement douanier inclut dans l'Accord de Libre Échange entre la Tunisie et l'Union Européenne. - Une innovation constante de la part du constructeur Volkswagen AG 	<ul style="list-style-type: none"> - Reprise des cours du pétrole. - Le risque lié à d'éventuelles mesures restrictives en matière de quotas d'importation de véhicules légers