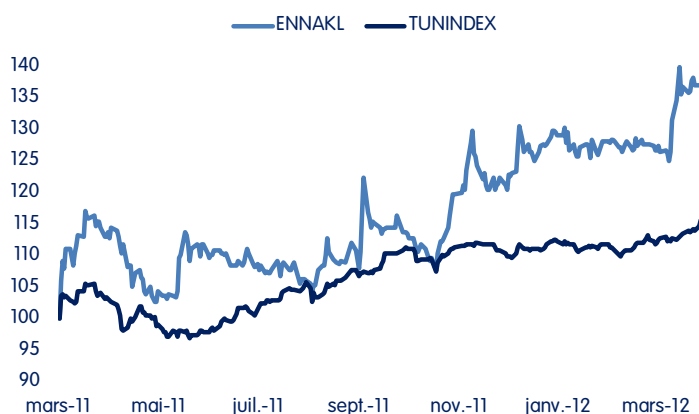


Distribution Automobile

Recommandation

Conserver

Nombre d'actions	30 000 000
Cours au 03/04/2012 (DT)	10,3
Capitalisation Boursière (DT)	309 000 000



Actionnariat

Part détenue par le public sur la Place de Tunis	30%
Part détenue par le public sur la Place de Casablanca	10%
Autres actionnaires	60%

Ennakl Automobiles: Etats financiers individuels 2011

	BPA (DT)	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	Gearing	PAYOUT
2011	0,53	19,54	-	3,80	19,48%	8,94%	-89,98%	-
2010	0,73	15,43	2,20%	4,44	28,80%	10,65%	-79,92%	34,08%

Ces ratios considèrent des états financiers individuels

Les états financiers du distributeur automobile ENNAKL ont été rendus publics par la direction, levant ainsi le voile sur la prestation de la société au titre de l'année 2011, un exercice qui aura marqué l'activité de la société par les nouvelles règles concurrentielles qui régissent désormais la distribution automobile en Tunisie.

Malgré la nouvelle donne du secteur et la baisse des ventes qui s'en est suivie, Ennakl Automobiles a conservé sa position de leader...mais qu'en est-il de sa performance financière ?

Un actif en déclin...et des réserves consolidées

En s'intéressant d'abord au bilan d'ENNAKL AUTOMOBILES, et plus particulièrement à son niveau d'actif qui est de 176,881 MDT en 2011, une régression avoisinant les 30 MDT est notée (-14,36%).

Tenant compte des niveaux inchangés des immobilisations, il apparaît que cette variation est tributaire à la baisse d'environ 41 MDT du compte stocks, compensée en partie par la consolidation des liquidités de l'entreprise à 73,470 MDT (+ 11,691 MDT).

Au niveau des capitaux propres, seul le renforcement du niveau des réserves est à remarquer. Avec l'allocation de 9,5 MDT de réserves spéciales, ces réserves passent à 13,559 MDT faisant ainsi évoluer le total des capitaux propres de 76,413 à 81,138 MDT.

Pour ce qui du passif, la société a constaté une provision complémentaire pour risques et charges de 1,336 MDT, faisant suite aux résultats du contrôle fiscal relatif aux cinq exercices précédents. Cette provision ramène le montant total des provisions de ce type à 2,322 MDT.

*Moins de ventes,
un résultat en berne,
et une rentabilité qui
en pâtit*

Avec 19,3% de part de marché, correspondant à 8698 immatriculations, Ennakl Automobiles conserve sa position de leader du secteur de la distribution automobile.

Pour 2012, une politique des quotas calquée sur celle de 2011 permettrait à la société de tenir à nouveau son rang, sans pour autant lui permettre de retrouver les niveaux de ventes et de revenus de 2010.

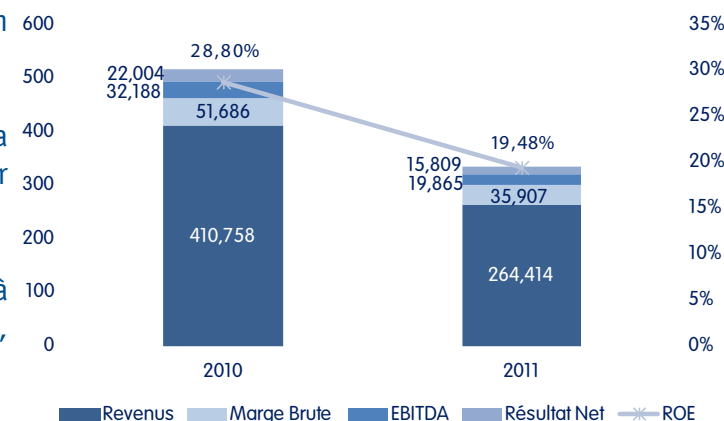
Les revenus de la société, qui accusent une baisse de 35,74% pour s'établir à 243,653 MDT, ont permis de générer un résultat net de 15,809 MDT en 2011, contre 22,003 MDT en 2010.

La baisse qu'affiche le résultat net se limite ainsi à 28,15%.

Il apparaît donc que des revenus hors exploitation ont permis de tempérer la chute attendue du résultat.

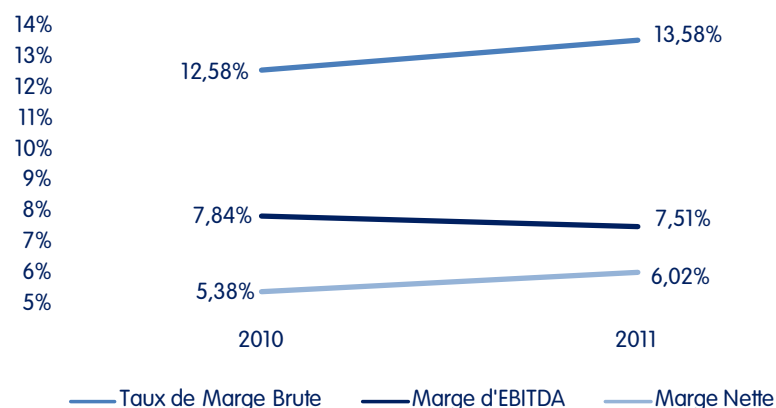
La rentabilité des fonds propres de la société a pâti de cette diminution du résultat. Pour preuve, le ROE chute de 28,8% à 19,48%. Avec le nouveau plafonnement de l'activité auquel devra se conformer le concessionnaire, tout porte à croire que les niveaux de rentabilité futurs d'Ennakl s'inscriront en ligne avec le niveau atteint pendant l'exercice écoulé.

Revenus, résultats et rentabilité (Millions DT; 2011)



*Ennakl tient ses
marges...*

Evolution des marges (2010-2011)



Si le taux de marge brute s'est amélioré de 12,58% à 13,58%, la marge d'EBITDA a flanché sous la pression de charges de personnel en hausse, passant de 5,995 MDT à 7,396 MDT.

Quant à la marge nette, elle augmente de 5,38% à 6,02% sous l'impulsion de produits de placements s'élevant à 4,076 MDT (Dividendes reçus, reprise sur provision, etc.).

L'amélioration de cette marge intervient malgré les pertes subies par la société suite aux événements survenus en Tunisie courant le mois de janvier 2011 (1,452 MDT).

Recommandation

La réglementation qui est désormais en vigueur en matière de distribution automobile n'est certes pas construite sur des fondements apparents, mais elle semble cantonner la société Ennakl Automobiles à réaliser des volumes de ventes semblables à ceux de 2011 pendant les prochains exercices.

Avec une rentabilité des fonds propres qui tourne désormais autour des 20%, nous sommes bien loin des 28,80% affichés en 2010. Le titre se transige actuellement à 19,54x son résultat net 2011, contre 15,43x le résultat 2010.

Malgré leur détérioration, ces niveaux de rendement et de valorisation semblent somme toute raisonnables. A titre indicatif, les homologues d'Ennakl cotés sur la place de Casablanca affichent les indicateurs suivants pour 2011: un PER de 18,39x et un ROE de 12,89% pour «Auto Hall», et un PER de 13,65x et ROE de 19,76% pour «Nejma Auto».

D'un autre côté, le niveau confortable de trésorerie dont jouit la société laisse envisager une distribution de bénéfice qui compenserait la baisse de la rentabilité globale, en plus des revenus hors exploitation que pourraient dégager cette liquidité.

Depuis les événements de janvier 2011, nous avons suspendu notre recommandation concernant les titres des distributeurs automobiles, compte tenu du manque de visibilité qui caractérisait alors ce secteur. Actuellement, même si aucune politique de quotas claire et définitive n'a été adoptée, les ventes de 2011 semblent donner une indication sur celles des exercices futurs. Confortées par l'attrait que portent les consommateurs Tunisiens à la marque Volkswagen, les ventes de la société Ennakl devraient être donc au rendez-vous.

Ainsi, nous levons la suspension et recommandons de CONSERVER le titre Ennakl.

Les commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent l'opinion des analystes de Maxula Bourse à un instant donné et sont susceptibles de changer à tout moment. Ils ne sauraient cependant constituer un engagement ou une garantie de leur part. Les usagers reconnaissent et acceptent que par leur nature même, tout investissement dans des valeurs mobilières revêt un caractère aléatoire et qu'en conséquence, tout investissement de cette nature constitue un investissement à risque dont la responsabilité revient exclusivement à l'usager. Il est à préciser que les performances passées d'un produit financier ne préjugent en aucune manière de leurs performances futures.