

Introduction en bourse par Offre Publique de Vente

« ARTES »

Investment Highlights

- ✚ Leader sur le marché local de l'automobile, ARTES jouit d'une part de marché de 23%.
- ✚ Le groupe ARTES possède l'exclusivité de la représentation des marques Renault et Nissan en Tunisie.
- ✚ Le groupe ARTES possède une large gamme de modèle complétée par la commercialisation des véhicules NISSAN adaptés au consommateur tunisien.
- ✚ Dotée d'une structure financière solide et une trésorerie nette excédentaire (+ 89,4 MDT), le groupe ARTES présente une situation financière saine.
- ✚ L'Etat tunisien prévoit la réduction des frais de douanes sur les voitures importées.
- ✚ ARTES est appuyée par le troisième industriel automobile au monde après Général Motors et Toyota, bénéficiant ainsi de son savoir faire et son expérience.
- ✚ Un niveau de rentabilité très intéressant.
- ✚ Le titre offre une rémunération avantageuse avec un rendement du dividende de 7,6%, excédent largement le marché.
- ✚ Activité régie par un contrat de concession, ce qui expose ARTES au risque de rupture du contrat de concession par la maison mère, ou encore le non renouvellement du contrat.
- ✚ La flambée du prix du pétrole ces dernières années constitue une menace imminente pour le secteur automobile.
- ✚ ARTES est confrontée à un risque de change, induit par une hausse permanente de l'Euro, qui est la monnaie d'importation, par rapport au dinar tunisien.
- ✚ Menace des marchés parallèles et des voitures d'occasion.

Recommandation	Souscrire
Prix d'introduction	10,330DT
Valeur	ARTES
Secteur	Distribution
Yield estimé	19,80%
Nombre d'actions après OPV	25 500 000
Valeur nominale	1DT
Flottant après OPV	39,6%
Actionnaire majoritaire après OPV	Famille MZABI
Période de souscription	Du 17 au 28 Mars 2008

Recommandation

Caractérisée par une situation financière saine, un niveau de liquidité élevé, un bilan solide, une bonne qualité des bénéficiaires ; tels sont les vertus de la société ARTES, qualifiée de machine à générer du cash. Nous recommandons de souscrire à l'OPV sur un horizon de 5 ans, en revoyant la stratégie d'investissement au fur et à mesure que le business plan s'affirme.

Tableau sommaire en milliers de Dinars

Année	Revenus	EBIT	Marge d'EBIT	RN	Marge Nette	BPA	PER	FP	ROE	CFPA	P/CFPA	Div	Yield	FPA	PBK
2006	149 542	21 519	14,4%	19 597	13,1%	0,769	13,44	89 138	21,99%	0,797	12,96	-	-	3,496	2,955
2007e	171 303	25 239	14,7%	22 999	13,4%	0,902	11,45	70 347	32,69%	0,920	11,23	0,784	7,59%	2,759	3,744
2008p	197 199	29 110	14,8%	25 772	13,1%	1,011	10,22	96 212	26,79%	1,031	10,02	0,809	7,83%	3,773	2,738
2009p	221 713	33 728	15,2%	30 263	13,6%	1,187	8,70	126 578	23,91%	1,206	8,56	0,949	9,19%	4,964	2,081
2010p	251 491	39 654	15,8%	35 959	14,3%	1,410	7,33	162 652	22,11%	1,437	7,19	1,128	10,92%	6,379	1,620
2011p	280 366	44 653	15,9%	41 255	14,7%	1,618	6,38	204 033	20,22%	1,650	6,26	1,294	12,53%	8,001	1,291

Présentation

ARTES, SA de sa dénomination « Automobile Réseau Tunisien et Services », plus connu sous l'emblème du Concessionnaire RENAULT, a été créée en 1997 par la famille MZABI suite à l'acquisition de Renault Tunisie. Initialement formée avec un capital de 0,5 MDT, la société compte à l'heure d'aujourd'hui un capital social de 25,5 MDT atteint suite à une opération d'augmentation de capital réalisée en octobre 2007.

L'activité d'ARTES se résume en l'importation, l'achat et la vente sur le marché local d'automobiles et de pièces de rechanges de la marque Renault et Nissan, ainsi que les opérations y afférant telles que les services de livraison, les services après vente, et les services de réparation. ARTES, représentant Renault sur le marché tunisien, est la société mère de 3 entités à savoir :

- ADEV dont la principale vocation est la commercialisation des véhicules, des pièces de rechanges de la marque NISSAN ainsi que le service après vente.
- ARTEGROS opère principalement dans l'importation et la vente en gros des pièces de rechange des marques RENAULT et NISSAN.
- AUTRONIC, détenu à hauteur de 49% par ARTES, est une société de nationalité française, régie par le droit tunisien ayant pour objet la production et la commercialisation d'équipements électroniques, destinés principalement à l'étranger.

La société ARTES détient également un large réseau de distribution incluant 23 agents et 3 ateliers agréés de voitures neuves, de pièces de rechange et de services après vente. Du côté des ressources humaines, la société compte dans son effectif, au titre de l'année 2006, 189 subordonnées laissant deviner un taux d'encadrement de 26%. Ce nombre est, toutefois, en baisse par rapport à son niveau de 2005 (214 employés) et ce en raison de la filialisation de l'activité NISSAN au profit de la société ADEV.

Caractéristiques de l'opération d'ouverture de capital

Motivée par l'avantage fiscal, et la notoriété que peut apporter une introduction en bourse, la société ARTES a décidé d'ouvrir son capital à hauteur de 39,6%. L'offre globale portera sur 10 098 000 actions à 10,330 DT (1 DT nominal) chacune, totalisant ainsi un montant de 104,123 MDT dont 61,9MDT destinés à un placement auprès d'investisseurs étrangers, et 42,4 MDT faisant l'objet d'une offre à prix ferme.

En termes de nombres d'action, la diffusion se fera au moyen de :

- Un placement, portant sur 5 992 500 actions, représentant 23,5% du capital d'ARTES, au profit d'investisseurs étrangers non résidents.
- Une Offre à Prix Ferme (OPF) de 4 125 900 actions, soit 16,18% du capital social. La répartition des titres offerts se fera au prorata de la quantité offerte par rapport à la quantité demandée et selon la classification suivante :

Structure de l'actionnariat

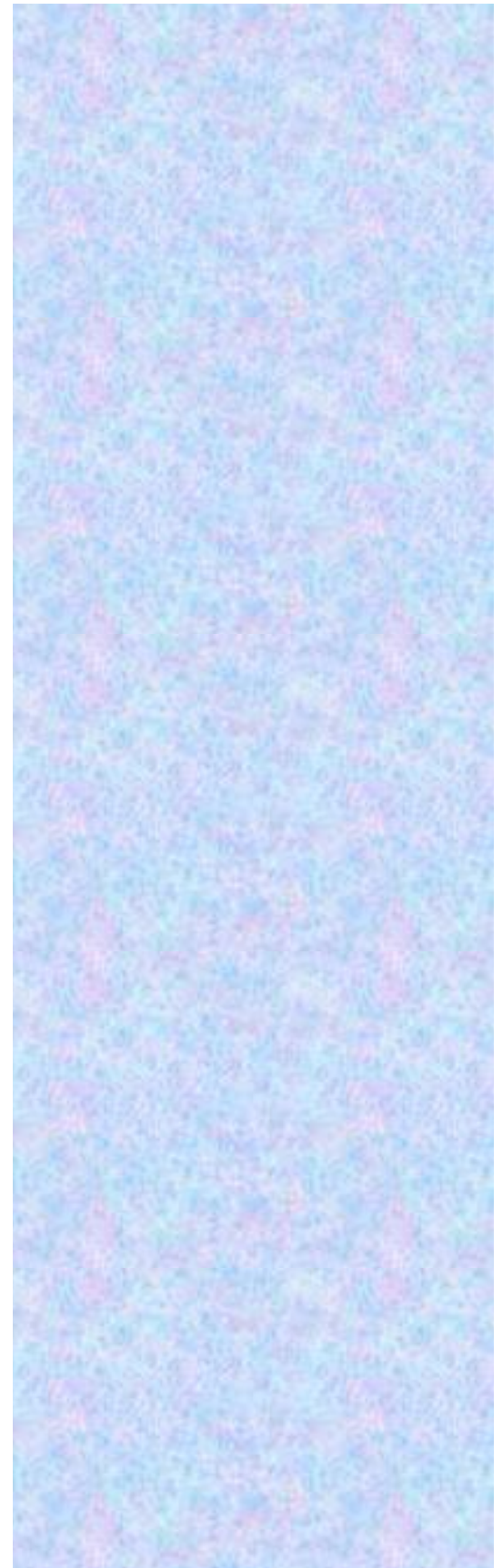
Avant OPV		
Mr. Moncef Mzabi	8495 580	33,32%
Mr. Mzoughi Mzabi	8495 580	33,32%
Mr. Sadok Mzabi	8495 580	33,32%
Autres	13 260	0,06%
Après OPV		
Famille Mzabi	15 388 740	60,348%
Institutionnels étrangers	2 402 100	9,42%
Public	7 695 900	30,18%

Catégories	Nombre de titres	% du capital
(A) Institutionnels étrangers avec un minimum de 120 001 titres	765 000	3,00%
(B) Institutionnels tunisiens autres que les OPVCM (SICAV et FCP) avec un de minimum 50 000 titres	841 000	3,30%
(C) OPCVM (SICAV et FCP) avec un minimum 25 000 titres	586 500	2,3%
(D) Personnes physiques ou morales dans la limite de 0,5% avec un minimum de 10 000 titres	912 900	3,58%
(E) Personnes physiques ou morales avec un minimum de 1000 titres	747 000	2,93%
(F) Personnes physiques ou morales avec une quantité inférieure ou égale à 999 actions	145 500	0,57%
(G) Personnel de la société ARTES	127 500	0,5%
Total	4 125 900	16,18%

Analyse de l'environnement concurrentiel : Modèle de PORTER

Une analyse des avantages compétitifs de ARTES en rapport avec les évolutions de son environnement s'impose, en se basant sur le modèle des cinq forces de Porter. En tenant compte du poids de l'Etat dans le secteur automobile, il semble impératif d'introduire le pouvoir du gouvernement en tant que sixième force dans le modèle.

Ces dernières années, le secteur tunisien de l'automobile a vécu de grands changements structurels allant des mouvements de privatisations des concessionnaires nationaux, passant par l'entrée de nouveaux acteurs jusqu'aux mouvements de concentration entre concessionnaires privés. Les défis du secteur semblent être devenues un des thèmes récurrents de l'actualité économique. La principale interrogation actuelle consiste dès lors à savoir si la société ARTES sera en mesure de relever les défis qui lui sont lancés et de repousser les menaces qui se font jour depuis des années. Dans un environnement économique mondial de plus en plus aléatoire, un scénario est à envisager ; celui de la disparition d'un ou plusieurs des concessionnaires voire de l'ensemble de ce commerce, confrontée à la montée fulgurante des prix des matières et plus grave encore celle du prix du carburant.



Dépendance envers les prix du carburant

La question de la dépendance au pétrole est un point crucial dans le développement de l'industrie automobile actuelle puisque la demande de transport est hautement sensible aux prix du carburant. Ces prix intègrent souvent les hausses du brut, modifiant notablement le comportement des automobilistes, qui semblent avoir jusque là amortis et lissés leurs réactions sur les deux dernières années de fortes variations des prix. La bonne tenue de la croissance du marché de l'automobile en 2006 (+8 %), comparativement aux rythmes observés les années précédentes (-1% en 2005), sont là pour en témoigner. Cependant, la consommation d'énergie mondiale a augmenté de façon considérable ces dix dernières années, et va très probablement encore exploser face à la forte expansion des besoins des pays émergents tels que la Chine, l'Inde et l'Amérique du Sud. Malgré l'augmentation de la production saoudienne, la hausse des cours du pétrole paraît inévitable conséquence de l'inexactitude des informations relatives à l'offre et à la demande internationales ainsi que l'énorme et rapide croissance économique de la Chine et de l'Inde qui a mené à l'augmentation inattendue de la demande internationale. Il y a aussi une carence évidente de raffineries à l'échelle mondiale, et notamment aux Etats-Unis et en Europe. De plus, les perturbations politiques et les appréhensions qui les accompagnent dans certaines régions de production pétrolière au Moyen-Orient, en Afrique et en Amérique du Sud ont influé sur les cours du pétrole, entraînant leur hausse actuelle.

En conséquence, circulation et parc de véhicules, et malgré l'élargissement du réseau autoroutier, vont sans aucun doute croître à un rythme moins élevé, raisonnablement relatant la forte élasticité du secteur automobile par rapport au prix du pétrole. La solution réside pour cette industrie dans les biocarburants qui, à base de végétaux, peuvent sans aucun doute se substituer au pétrole. Le charbon va aussi connaître à nouveau une ère de gloire afin de répondre rapidement à la consommation énergétique mondiale et face au péril des nappes pétrolières. C'est un véritable challenge pour les constructeurs qui doivent considérer une éventuelle adaptation des véhicules de transport. Il faut pour cela remettre en cause la suprématie du moteur à explosion qui a, jusque là, était protégé par la politique des lobbies pétroliers.

Un cadre réglementaire pas toujours optimal

Secteur important de l'économie tunisienne, la filière automobile a toujours fait l'objet d'un cadre juridique très strict allant des lois fiscales et douanières, jusqu'au système de quotas infligé aux concessionnaires. A l'aube du démantèlement des tarifs douaniers, le marché automobile tunisien est libre d'accès. Néanmoins, il présente une architecture complexe en raison de la cohabitation de différents systèmes d'importations et d'abattements fiscaux. Le moteur de la croissance de ce marché est, certainement, du côté de la demande du public, de l'autre aux quotas d'importation alloués chaque année aux constructeurs en fonction de leurs investissements dans le pays. Par ailleurs, l'État contrôle la croissance du marché au point que les très fortes variations que subissent certaines marques d'une année à une autre ne sont pas dues à l'engouement du public pour un modèle précis, mais au volume d'achats effectués par ces marques en Tunisie. Cependant le « droit au retour » constitue un échappatoire à cette législation assez conservatrice. Cette pratique exempte les tunisiens de taxes pour l'importation d'un véhicule et ce après deux ans passés à l'étranger. Ces voitures, quasi neuves, sont aussitôt revendues et constituent ainsi le marché parallèle au concessionnaire.

Dépendance envers les fournisseurs

De part la nature du contrat de concession, ARTES dépend entièrement de son principal fournisseur à savoir Renault. Dans le cadre de ce partenariat, les deux parties évoluent en parfaite communion et ce à travers la poursuite des mêmes objectifs et stratégies. Ces politiques ambitionnent la consolidation des parts de marché de Renault grâce à l'amélioration de l'image et du positionnement de la marque sur un marché Tunisien caractérisé par un penchant assez affirmé aux voitures françaises. Dans ce cadre, ARTES bénéficie du savoir faire, de la fiabilité et de l'expérience de sa maison mère qui compte à son actif un nombre innombrables de filiales de part le monde. Cependant, ARTES reste à la merci des variations des prix imposés par le constructeur se pliant ainsi à ses

règles dictées. Cette relation bilatérale est d'autant plus favorable à Renault puisque la Tunisie représente un marché à fort potentiel de développement surtout avec le lancement prochainement de la Dacia qualifiée de voiture du peuple. Quatre ans après son arrivée sur le marché marocain, Dacia s'est hissée en tête des ventes d'automobiles du Maroc en mars 2006 grâce au succès de Logan.

Dépendance envers les clients

Dans un secteur hautement concurrentiel, tel que celui de l'automobile, la fidélisation de la clientèle constitue le facteur clef du succès d'ARTES. La société a choisi de miser sur la satisfaction du client en procédant à des études visant à apprécier ce niveau. La certification ISO 9001 éditions 2000 obtenu par ARTES atteste de l'effort fourni, afin de se conformer aux standards internationaux. Le service Marketing vient s'ajouter pour mieux cerner les spécificités de chaque catégorie de clientèles à même d'améliorer le positionnement de la marque sur le marché. L'activité Pièces et Accessoires et le service après vente ont démontré qu'ils représentaient un enjeu et un atout commercial stratégique pour ARTES, dans la mesure où ils apportent une contribution importante à la fidélisation de la clientèle

Une réelle aspiration de la population à se motoriser

La situation difficile que connaît les transports collectifs entrave son développement. Ces derniers se trouvent dans l'incapacité de faire face aux besoins de la population pour se déplacer dans des zones urbaines de plus en plus étalées. La voiture particulière s'avère fort concurrentielle par rapport aux autres modes de déplacement. Elle profite, certes, de ses avantages intrinsèques en terme de rapidité, de disponibilité, et de part le sentiment de sécurité qu'elle procure dans les déplacements. L'automobile a surtout profité des carences que connaissent les transports collectifs dans les agglomérations tunisiennes.

La concurrence

L'industrie automobile en Tunisie constitue une activité économique importante amenée à se développer de manière croissante au cours des prochaines années. Dans sa structure actuelle, le marché tunisien offre des perspectives de développement large grâce à une demande soutenue en particulier des classes moyennes, une concurrence accrue entre industriels bénéfique aux consommateurs sur un marché essentiellement guidé par le prix et le développement du crédit à la consommation qui permet d'élargir le socle de la demande.

Au niveau de l'offre, on dénote la présence d'une palette de marques différentes. Le marché est, toutefois, relativement concentré puisque la majorité des ventes locales sont aujourd'hui assurés par quatre groupes à savoir Renault, Peugeot, Fiat, Volkswagen. Du point de vue de la demande, le prix demeure une composante essentielle dans les décisions d'achats automobiles. Ceci peut à terme poser problème pour le concessionnaire Renault-Nissan qui, doré et déjà, est confronté à la concurrence croissante des fournisseurs asiatiques qui cherchent désormais à commercialiser des véhicules à des prix hautement concurrentiels.

Analyse Financière du Groupe ARTES

Au cours de cette analyse, on procédera à l'étude de la rentabilité du groupe ARTES à travers le modèle DUPONT ainsi que l'analyse de son équilibre financier.

Analyse de la rentabilité des Fonds Propres

Le raisonnement consiste à admettre pour point de départ le principe de *maximisation de l'avoir des actionnaires*. Le principe est de procéder à une décortication de la rentabilité des fonds propres afin de repérer les variables responsables d'une amélioration ou d'une dégradation de la situation financière d'une entreprise donnée. Le modèle décompose le ratio de rentabilité des fonds propres (ROE) en trois composante, à savoir : la marge nette, la rotation de l'actif et le coefficient d'endettement.

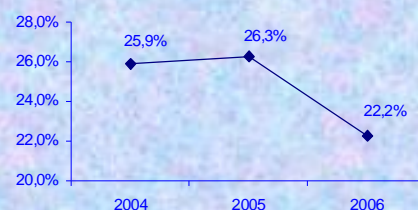
	2004	2005	2006
Marge Nette	11,7%	12,3%	13,4%
Rotation de l'actif	72,9%	85,6%	69,8%
Coefficient d'endettement	3,0	2,5	2,4
ROE du Groupe ARTES	25,9%	26,3%	22,2%

	2004	2005	2006
Marge Nette	9,10%	10,30%	11,40%
Rotation de l'actif	117,00%	137,40%	118,70%
Coefficient d'endettement	2,32	1,95	1,71
ROE de la société ARTES SA	24,7%	27,6%	23,1%

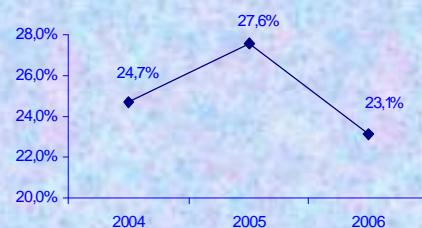
Partant du constat que la société ARTES SA affichent des niveaux de rentabilité financière particulièrement appréciables, l'analyse de la rentabilité financière du groupe ARTES fait toutefois ressortir une tendance légèrement baissière. Le ROE du groupe est passé de 25,9% en 2004 à 22,2% en 2006, soit une perte de 3,7 points de pourcentage. Ce léger recul est en parti attribuable à une légère baisse au niveau de la rotation de l'actif (-3,1 points de pourcentage).

La société ARTES SA a également vu sa rentabilité dégringolée de 4,5 points de pourcentage entre 2005 et 2006, due à une légère baisse de la rotation de ses actifs (-18,7 points de pourcentage).

Evolution du ROE du Groupe ARTES



Evolution du ROE de la société ARTES SA



1.1 Analyse de la Marge Nette

En DT	2004	2005	2006
Revenus	119 893 236	153 327 180	151 373 985
Coût des ventes	98 613 243	126 456 984	123 602 040
Marge Brute	21 279 993	26 870 196	27 771 945
Taux de marge brute (%)	17,7%	17,5%	18,3%
Autres charges d'exploitation	1 730 594	2 102 510	2 393 448
Valeur Ajoutée	19 549 399	24 767 686	25 378 497
EBIT	16 778 143	22 078 661	22 368 441
Marge d'EBIT (%)	14,0%	14,4%	14,8%
Charges financières nettes	31 686	80 887	135 254
Produit des placements	1 714 665	2 916 197	3 952 072
Produit des placements/CA	1,4%	1,9%	2,6%
Autres gains	100 267	331 876	358 173
Autres pertes	0	0	0
Bénéfices avant impôts	18 561 389	25 245 847	26 543 432
Impôts	4 466 638	6 321 241	6 166 887
Impôts /CA	3,7%	4,1%	4,1%
Résultat Net	13 991 878	18 912 555	20 294 318
Taux de Marge Nette	11,7%	12,3%	13,4%

§ Les Revenus

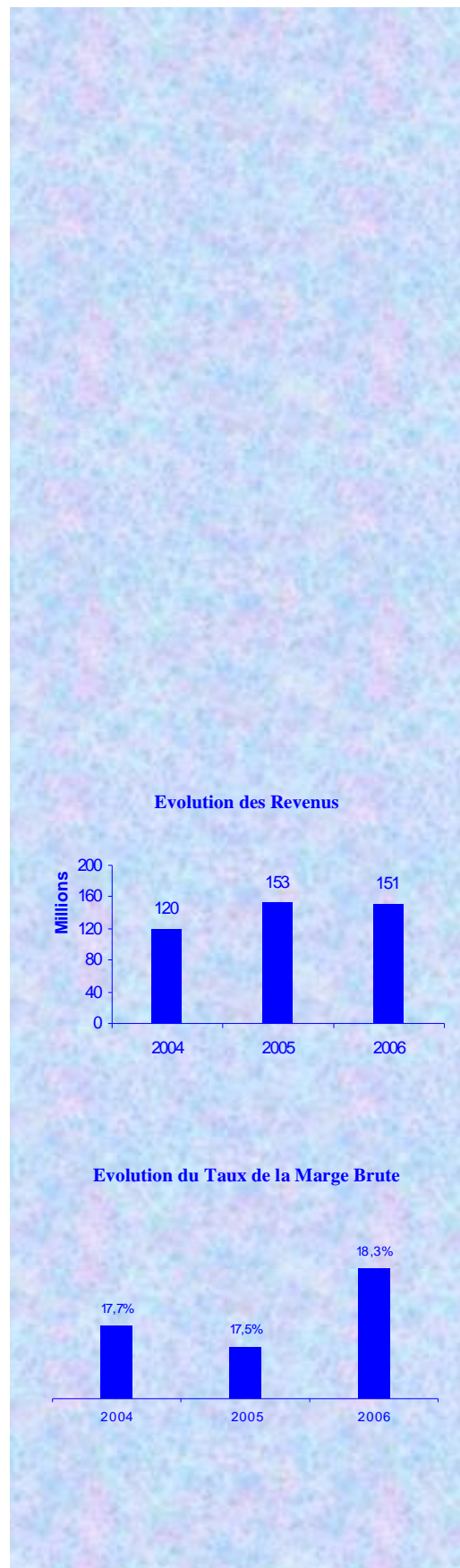
Les revenus du groupe ARTES ont atteint en 2006, 151,37 MDT provenant essentiellement du noyau dur de la société, à savoir l'activité de vente des automobiles (98,8%). Quand au reliquat, il provient de l'activité du groupe reliée au secteur immobilier soit un taux de 1,2%. En 2006, les revenus consolidés du groupe ARTES ont chuté de 1,95 MDT par rapport à 2005, soit une baisse de 1,3%. Cette diminution revient en parti à l'important recul qu'a connu les revenus relatifs à l'activité immobilière (-60%), et la stagnation des revenus afférents à la vente des automobiles (+0,55%).

§ Le taux de Marge Brute

Le taux de marge brute du groupe ARTES a suivi un trend légèrement haussier, passant de 17,7% en 2004 contre 18,3% en 2006, soit un accroissement de 0,6 points de pourcentage. La société mère ARTES SA a contribué à hauteur de 73,5% dans la formation de la marge brute relative à l'exercice 2006, en dépit d'une marge brute individuel faible ne dépassant pas les 15,2%. Sur la période 2004-2006, le groupe ARTES atteste d'un niveau de marge brute assez confortable pour ce genre d'activité à savoir la distribution.

§ Le taux d'EBIT

En 2006, le résultat d'exploitation du groupe ARTES a atteint 22,36 MDT, en hausse de 1,3% par rapport à 2005. En effet, la légère amélioration de la marge brute (+3,4%) a été absorbée par la baisse des autres produits d'exploitation (-40,9%) et la hausse des autres charges d'exploitation (+13,8%).



Ainsi, la marge d'EBIT s'est établie en 2006 à 14,8%, en timide progression par rapport à 2005 (+0.4 points de pourcentage). En hausse de 12,5 points de pourcentage par rapport à 2004, la part de la société mère ARTES SA dans la formation du résultat d'exploitation consolidé, au titre de l'année 2006 est de l'ordre de 76,5%.

§ Le taux de Marge Nette

Le taux de marge nette du groupe ARTES s'est inscrit dans un registre haussier sur la période 2004-2006 pour passer de 11,7% à 13,4%. Au terme de l'année 2006, et de point de vue participation dans la formation de cette marge nette, c'est la société mère ARTES SA qui procure la part la plus importante que ce soit au niveau du résultat net (participe à hauteur de 76% dans le résultat net consolidé), mais aussi au niveau des revenus (contribue à hauteur de 89% dans les revenus du groupe).

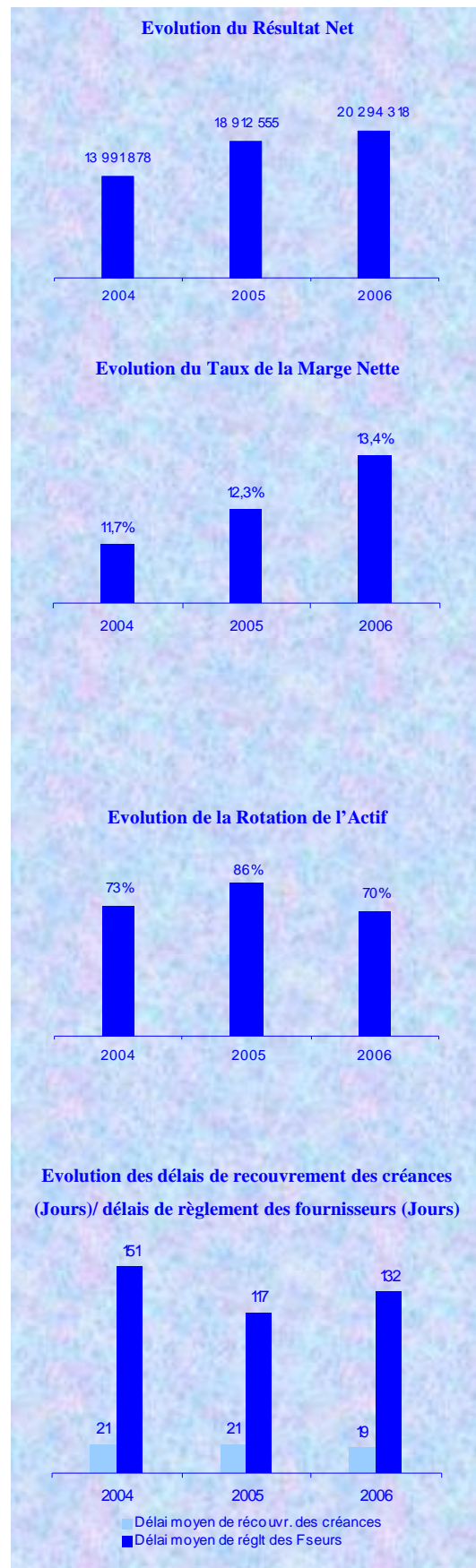
D'autre part, et avec une trésorerie suffisamment excédentaire, les produits des placements ont pris place dans la formation de la marge nette du groupe ARTES, en contiguant à hauteur de 2,6% le chiffre d'affaires du groupe. Par ailleurs, ce sont les impôts payés qui ont le plus pesé sur la marge nette du groupe ARTES. En 2006, le groupe a payé 6,17 MDT d'impôts, soit un taux d'imposition de 23,2% du résultat ordinaire avant impôts et de 4,1% du chiffre d'affaires.

1.2 Rotation de l'actif

	2004	2005	2006
Rotation de l'actif	73%	86%	70%
Délai moyen d'écoulement de Stocks Auto	60	44	57
Délai moyen d'écoulement de Stocks Immobilier	66	46	58
Délai moyen de recouvrement des créances	21	21	19
Délai moyen de règlement des Fournisseurs	151	117	132

La rotation de l'actif est un indicateur qui mesure la capacité d'une entreprise à générer du chiffre d'affaires à partir de ses actifs. En 2006, et avec un total actif de 216,96 MDT, le groupe ARTES a pu générer un chiffre d'affaires de 151,37 MDT, soit une rotation de 70%, contre un taux de 86% en 2005. Cette légère baisse s'explique par un fléchissement au niveau des revenus du groupe (-1,3%) corrélée à un accroissement de l'actif du groupe (+21,2%).

Les stocks « Auto » du groupe ARTES sont principalement composés de véhicules neufs (79,6%) et de pièces de rechange (20,4%). Ce stock « Auto » a atteint, en 2006, 24,1 MDT, soit une hausse de 29% par rapport à 2005. Le délai de rotation a totalisé un solde de 57 jours en 2006 contre 44 jours en 2005 et 60 jours en 2004. Les stocks « Immobilier » du groupe ARTES ont eux atteint 24,3 MDT en 2006, en progression de 23,7% par rapport à 2005. Le délai moyen d'écoulement des stocks « Immobilier » s'est établi à 58 jours en 2006, contre 66 jours en 2004. Dans son ensemble, la rotation des stocks du groupe ARTES est jugée forte.



En 2006, le compte « Clients et comptes rattachés » n'a représenté que 3,7% du total actif du groupe ARTES, en baisse de 11,7% par rapport à 2005. Concernant sa politique de recouvrement, le groupe ARTES a opté pour une gestion très prudente des crédits et ce en imposant des conditions de paiement strictes. Cette politique s'est traduite par une réduction des créances douteuses (-2,4%) et par un recul dans le délai moyen de recouvrement des créances qui est passé de 21 jours en 2005 à 19 jours en 2006.

	2005	2006	Evolution (%)
Clients « Après Vente »	3 012 794	2 660 543	-11,7%
Clients « Véhicules Neufs »	4 619 343	4 095 792	-11,3%
Clients effets à recevoir	1 550 924	1 396 008	-10,0%
Clients douteux	836 227	815 881	-2,4%
Avances et acomptes clients	-195 659	-213 556	9,1%
Intérêts courus	-23 475	-8 319	-64,6%
Total brut	9 800 154	8 746 349	-10,8%
Provision sur clients douteux	-816 055	-809 572	-0,8%
Total Net	8 984 098	7 936 777	-11,7%

1.3 Levier Financier

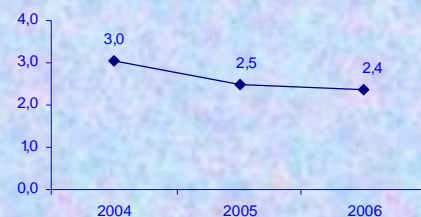
	2004	2005	2006	30/06/2007
Ratio de liquidité Générale	263%	292%	317%	191%
Coefficient d'endettement	3,0	2,5	2,4	1,6
Levier Financier	0,01	0,00	0,04	0,06
Gearing*	-102,5%	-105,2%	-97,9%	-71,6%

* Le Gearing se définit comme étant la dette nette de la trésorerie rapportée aux FP

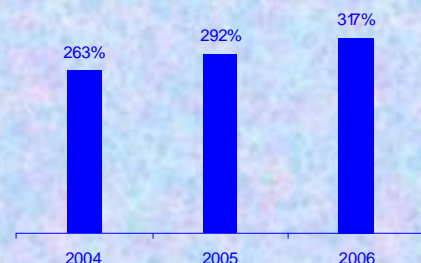
L'examen du risque d'insolvabilité montre que le groupe ARTES dispose de la liquidité nécessaire, voir même excédentaire, afin de répondre à des besoins immédiats, et se trouve amplement aisé pour honorer ses engagements dans les délais nécessaires. Le ratio de liquidité générale, ou encore ratio de fonds de roulement, s'est maintenu à des niveaux largement supérieurs à ceux de l'équilibre (100%). En 2006, le ratio de liquidité générale du groupe ARTES s'est établi à 317%, en hausse de 8.6 points de pourcentage par rapport à 2005. En effet, cet excédent de disponibilités trouve son origine dans les montants importants que procurent les placements et autres actifs financiers. En 2006, ce poste contrôle l'actif total du groupe à hauteur de 40,9%. La situation financière du groupe ARTES est alors jugée saine.

En 2006, le coefficient d'endettement du groupe ARTES s'est décri de 0,6 points de pourcentage par rapport à 2004, témoignant d'une hausse au niveau de l'actif du groupe (+21,2%) moins importante que la hausse des fonds propres du groupe (+27%). En outre, bien que le niveau de la dette du groupe s'est considérablement accru durant l'exercice 2006 (+4MDT), il reste néanmoins peu pesant dans la formation du fonds propre du groupe (en 2006, les dettes n'ont représenté que 4,4% du FP).

Evolution du coefficient d'endettement



Evolution du Ratio de Liquidité Générale



Equilibre Financier du Groupe ARTES

Groupe ARTES	2004	2005	2006
FR (en DT)	50 092 138	69 083 302	89 204 784
BFR (en DT)	-5 230 415	-6 576 597	-197 574
TN (en DT)	55 322 553	75 659 900	89 402 358

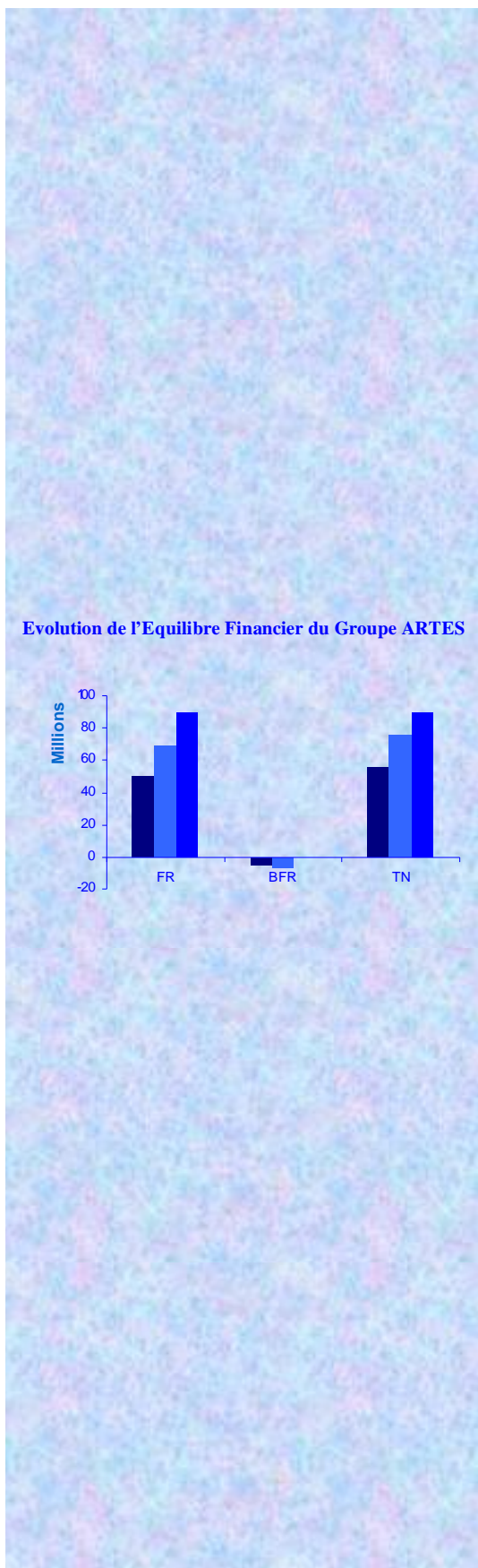
L'analyse de l'équilibre financier du groupe ARTES atteste d'une solidité incontournable de sa structure financière. En effet, le groupe se trouve totalement désendetté et possède une trésorerie nette largement excédentaire, s'élevant à 89,4 MDT en 2006. Profitant de cette situation, l'excédant de liquidité du groupe ARTES est alors placé principalement en Bons de Trésor. En 2006, les produits des placements du groupe ont atteint 3,95 MDT, soit 19,5% du bénéfice net de l'exercice.

Etant donné que l'activité de base du groupe ARTES est la concession automobile, il est donc tout à fait légitime d'avoir une trésorerie nette excédentaire. En effet, le paiement des clients du groupe ARTES se fait au comptant, alors que le remboursement des fournisseurs se fait à un délai moyen de 4 mois et demi.

ARTES SA	2004	2005	2006
FR (en DT)	14 937 837	23 540 050	31 956 186
BFR (en DT)	-25 740 925	-25 275 093	-27 843 805
TN (en DT)	40 678 762	48 815 143	59 799 991

Cette même solidité financière caractérise la société ARTES SA. Avec un FR de 31,95 MDT en 2006, les capitaux permanents de la société arrivent à couvrir amplement l'actif immobilisé. De même, le BFR de ARTES SA s'est établi à -27,8 MDT en 2006 ce qui montre que l'actif circulant permet de couvrir le passif circulant. La trésorerie nette de la société mère ARTES SA est tout aussi excédentaire frôlant les 60 MDT au titre de l'exercice 2006, devant 48,8 MDT en 2005.

Il importe de signaler, qu'en préparation de son introduction en bourse, ARTES a procédé durant l'année 2007 à la cession de sa participation dans sa filiale immobilière « immobilier et développement ».



Evaluation Financière du Groupe ARTES

Etape incontournable lors d'introduction en bourse, la valorisation d'une société est une opération délicate en raison de la diversité des éléments qui doivent être pris en compte. La valorisation d'une entreprise va au delà des simples approches financières que représentent ses bilans et comptes de résultat. Les comptes prévisionnels, la potentialité du marché, l'équipe managériale, la phase de croissance de l'entreprise, les obstacles au développement, les barrières à l'entrée du marché, les facteurs clés de succès, sont autant de facteurs qui influent de façon significative sur la valorisation finale de l'entreprise. Il existe, ainsi, diverses techniques de valorisation qui font que deux sociétés ayant pourtant un profil très proche, ne bénéficieront jamais de la même évaluation. Cependant, dans la pratique, les professionnels ont tendance à utiliser un certain nombre de méthodes et modèles que l'on retrouvera de façon plus ou moins prépondérante dans toute évaluation d'entreprise. Ainsi, les difficultés dans la problématique de valorisation d'entreprises résident moins dans l'application de la méthode mais dans le choix de celle-ci dans la mesure où chaque méthode est adaptée à un certain profil d'entreprises. Lors de l'évaluation, deux méthodes sont communément utilisées. On distingue l'approche actuarielle qui valorise l'entreprise à partir de sa capacité à générer à moyen terme des flux de revenus (cash-flows, dividendes,...) et ses dérivés, notamment, la méthode de multiples. Il existe également l'approche patrimoniale qui valorise une société à partir de données historiques.

A la base de la première approche on retrouve le modèle de Gordon Shapiro élaboré en 1956, qui est fondé sur le modèle d'actualisation des dividendes. Ce modèle s'appuie sur le principe suivant : Le prix d'une action correspond à la somme des flux futurs de dividendes générés par l'entreprise actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Gordon et Shapiro reprennent le modèle de Fisher en introduisant un certain nombre d'hypothèses qui permettent de valoriser une action et donc une société :

- Le pay-out ratio (taux de distribution des bénéfices) est identique tous les ans.

-Les dividendes augmentent à un taux constant g , année après année.

- **La période de distribution des dividendes est infinie (hypothèse de perpétuité des bénéfices).**

En tenant compte des mouvements de concentration et de fusion qui caractérisent la filière des constructeurs automobiles dans le monde et du fait que le groupe ARTES opère dans le cadre d'un contrat de concession, cette donnée va sûrement mettre en question la dernière hypothèse de perpétuité des bénéfices, sur laquelle repose la majorité des approches actuarielles. En effet, un contrat de concession est « une convention liant le fournisseur à un nombre limité de commerçants auxquels il réserve la vente d'un produit sous condition qu'ils satisfassent à certaines obligations ». Parmi les clauses de base d'un contrat de concession, on retrouve la clause de fin de contrat ou encore de rupture du contrat. La rupture du contrat met fin aux relations commerciales entre les cocontractants. Le concessionnaire ne peut plus commercialiser les produits et la marque du fournisseur. Il est donc mis en dehors du réseau de distribution. Le contrat de concession peut être soit à durée indéterminée, soit à durée déterminée. Dans le premier cas, chaque partie peut mettre fin au contrat à tout moment à condition d'en informer l'autre suffisamment à l'avance, sous peine de dommages et intérêts. Dans le second cas, Une partie ne peut pas mettre fin au contrat unilatéralement avant l'arrivée du terme. Une fois le terme arrivé, le concessionnaire n'a aucun droit au renouvellement du contrat. Il pourra seulement prétendre à des dommages et intérêts si le refus de renouvellement est abusif.

En définitive, on se rend compte que la contribution concrète de ces approches traditionnelles restent limitée et faussée par l'absence d'un des axiomes du modèle. Dans cette optique, la valeur ARTES va être approchée dans son évaluation par une obligation à pied de coupon indexée, cependant, au bénéfice. L'évaluation d'une obligation consiste à trouver ce qu'elle devrait valoir en principe dans les conditions

actuelles du marché et ce par le biais de l'actualisation, en déterminant la valeur actuelle théorique de l'ensemble de tous les versements à venir. Intuitivement, le taux d'actualisation déterminé pour cette opération devrait correspondre au taux de rendement actuariel ou Yield revenant au détenteur.

Une obligation est émise sur une durée moyenne allant de 5 à 7 ans, ce qui correspond à un placement en titres ARTES sur la durée prévue par le business plan soit une échéance correspondant à l'année 2011. Aussi, l'obligation se cote en pourcentage et au « pied du coupon », impliquant dans la foulée que le coupon en cours va être distribué. Pour faciliter la comparaison, et en raisonnant par analogie, le dividende peut être approché par le coupon. Autre similitude, en cas de défaillance de l'émetteur (faillite, dépôt de bilan) le détenteur d'une obligation supporte un risque de crédit qui peut se matérialiser par la perte définitive du capital investit. Toutefois, ce risque est estimé comme faible pour une obligation du fait que les détenteurs occupent un rang beaucoup plus élevé dans l'ordre des créanciers. Pour la valeur ARTES, cette argumentation est de vigueur tenant compte ainsi de l'absence d'endettement qu'affiche la société. Aussi, la valeur théorique d'une obligation, de même que son prix sur le marché, change en permanence sous l'effet conjugué de l'évolution du marché des taux d'intérêt, de l'écoulement du temps. Ce raisonnement s'applique de même à la valeur ARTES puisque au fur et à mesure qu'on avance dans le temps l'actionnaire devra réviser l'ampleur de son investissement en fonction des nouvelles données dictées par l'évolution du marché et de la situation de la société.

Evolution de la liquidité

	2007	2008	2009	2010	2011
Liquidités disponibles par action (en DT)	2,659	3,743	4,947	6,429	8,118
Liquidités en % du cours d'introduction	25,74%	36,23%	47,89%	62,23%	78,58%

En se basant sur les chiffres prévisionnels, la situation saine de l'entreprise devrait se maintenir jusqu'en 2011, faisant état d'une situation cash extrêmement confortable. Partant du constat qu'ARTES dispose d'un excédent de liquidités et selon les chiffres du business plan, le prix de la valeur bénéficie d'un fond de support à même de soutenir et de garantir l'évolution du cours sur le marché. Concrètement et arrivée à échéance en 2011, l'actionnaire pourra compter sur le surplus de disponibilités de la société qui représente 78,58% du prix actuelle de l'action à savoir 10,330 DT permettant ainsi de stabiliser et de sécuriser le rendement du titre.

De ce fait, et sur la base de la justification économique communément partagée qui stipule que l'investissement repose sur l'appréciation de la rentabilité et que la valeur de tout capital correspondant à la somme actuel de son rendement futur, le Yield de la valeur ARTES va être calculé tenant compte des dividendes distribués sur la période 2007-2011. Cette réflexion est matérialisée par la formule suivante :

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Avec :

- V_0 = le prix actuel

- V_n = le prix de vente de l'action à l'année n

- D_i = le dividende perçu pour i, de 1 à n

- t = le taux d'actualisation

	2007	2008	2009	2010	2011
Taux de distribution	-	80%	80%	80%	80%
Dividendes distribués	0,784	0,809	0,949	1,128	1,294
Liquidités disponibles par action	2,659	3,743	4,947	6,429	8,118
Cours actuel					10,33
Yield					19,80%

Devant une approximation du prix de revente par le prix actuel auquel s'ajoute la réserve de liquidité disponible, le taux de rendement actuariel du titre ARTES qui ressort correspond à une valeur de 19,80%. Pour un investisseur ce chiffre représente le taux de rentabilité annuel qu'il obtiendrait en gardant l'action jusqu'en 2011, date de revente et en réinvestissant les dividendes au même taux actuariel.

Afin de mieux situer le rendement du titre ARTES, il est comparé à la dernière obligation lancée sur le marché à savoir UNIFACTOR 2008. Ces deux titres présentent des caractéristiques similaires allant de l'échéance à la duration. Supportant un risque un peu plus élevé, un investisseur pourrait bénéficier d'un taux de rendement nettement supérieur à celui d'un emprunt obligataire standard (6,5%) et ce en optant pour le titre ARTES.

	ARTES	UNIFACTOR 2008
Durée	5ans	5 ans
Duration	2,66 années	2,76 années
Taux de rendement actuariel	19,80%	6,50%

Conclusion et Recommandation

Caractérisée par une situation financière saine, un niveau de liquidité élevé, un bilan solide, une bonne qualité des bénéfices, tels sont les vertus de la société ARTES ; qualifiée de machine à générer du cash, nous recommandons de souscrire à l'OPV avec un horizon de 5 ans, en revoyant la stratégie d'investissement au fur et à mesure que le business plan s'affirme.

Bilans prévisionnels du groupe ARTES

	En DT	2006*	2007E	2008P	2009P	2010P	2011P
ACTIFS							
ACTIFS NON COURANTS							
Immobilisations incorporelles		1 317 024	1 317 024	1 317 024	1 317 024	1 317 024	1 317 024
Moins : amortissements		465 793	543 945	593 945	643 945	693 945	743 945
		851 231	773 079	723 079	673 079	623 079	573 079
Immobilisations corporelles		12 972 585	8 701 856	9 851 856	12 001 856	13 501 856	15 501 856
Moins : amortissements		4 477 422	4 854 869	5 317 056	5 766 630	6 396 312	7 175 958
		8 495 163	3 846 988	4 534 800	6 235 226	7 105 544	8 325 898
Titres mis en équivalence		3 790 178	2 463 094	2 906 258	3 415 896	4 001 979	4 675 976
Autres immobilisations financières		31 002 444	733 744	733 744	733 744	733 744	733 744
Moins : provisions		7 110	7 110	7 110	7 110	7 110	7 110
		34 785 512	3 189 728	3 632 892	4 142 530	4 728 614	5 402 610
Actifs d'impôts différés		319 971	319 971	319 971	319 971	319 971	319 971
Total des actifs immobilisés		44 451 878	8 129 766	9 210 742	11 370 806	12 777 208	14 621 558
Autres actifs non courants		0	0	0	0	0	0
TOTAL DES ACTIFS NON COURANTS		44 451 878	8 129 766	9 210 742	11 370 806	12 777 208	14 621 558
ACTIFS COURANTS							
Stock Auto		25 300 319	25 801 447	26 931 633	27 581 915	28 341 082	28 977 039
Moins : provisions		1 197 686	0	0	0	0	0
		24 102 633	25 801 447	26 931 633	27 581 915	28 341 082	28 977 039
Clients et comptes rattachés		8 746 349	8 351 491	9 567 351	10 610 662	11 799 304	12 934 605
Moins : provisions		809 572	809 573	809 573	809 573	809 573	809 573
		7 936 777	7 541 918	8 757 778	9 801 090	10 989 731	12 125 032
Autres actifs courants		1 761 719	1 062 912	1 062 912	1 062 912	1 062 912	1 062 912
Placements et autres actifs financiers		67 950 389	84 092 104	112 362 919	146 647 697	188 998 887	236 302 452
Liquidités et équivalents de liquidités		4 653 770	3 702 546	3 702 546	3 702 546	3 702 546	3 702 546
TOTAL DES ACTIFS COURANTS		106 405 288	122 200 927	152 817 788	188 796 160	233 095 158	282 169 981
TOTAL DES ACTIFS		150 857 166	130 330 693	162 028 530	200 166 966	245 872 366	296 791 539

*Retraitement pour le besoin de la comparaison au 30/06/2007

	En DT	2006*	2007E	2008P	2009P	2010P	2011P
CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS							
CAPITAUX PROPRES							
Capital social		500 000	25 500 000	25 500 000	25 500 000	25 500 000	25 500 000
Réserves consolidées		69 041 164	21 236 550	43 943 737	69 375 334	99 242 656	134 743 129
Quote part des sociétés mises en équivalence dans les réserves			611 301	996 661	1 439 824	1 949 462	2 535 546
Total des capitaux propres avant résultat de l'exercice		69 541 164	47 347 851	70 440 397	96 315 158	126 692 118	162 778 675
Résultat consolidé		19 597 118	22 999 644	25 772 373	30 263 272	35 959 897	41 255 311
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES AVANT AFFECTATION		89 138 282	70 347 495	96 212 771	126 578 430	162 652 016	204 033 986
Intérêts minoritaires dans les réserves		17 910	38 608	232 798	459 735	777 490	1 229 036
Intérêts minoritaires dans le résultat		134 906	287 093	329 325	431 444	578 205	698 307
PASSIFS							
PASSIFS NON COURANTS							
Emprunts		40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
Provisions		450 000	450 000	450 000	450 000	450 000	450 000
Passifs impôts différés		218 055	0	0	0	0	0
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		708 055	490 000	490 000	490 000	490 000	490 000
PASSIFS COURANTS							
Fournisseurs et comptes rattachés		55 329 660	55 497 867	63 331 080	70 774 800	79 942 098	88 907 654
Autres passifs courants		1 527 479	1 431 683	1 431 683	1 431 683	1 431 683	1 431 683
Concours bancaires et autres passifs financiers		4 000 874	2 237 948	874	874	874	874
TOTAL DES PASSIFS COURANTS		60 858 013	59 167 498	64 763 637	72 207 357	81 374 654	90 340 210
TOTAL DES PASSIFS		61 566 068	59 657 498	65 253 637	72 697 357	81 864 654	90 830 210
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET DES PASSIFS		150 857 166	130 330 693	162 028 530	200 166 966	245 872 366	296 791 539

*Retraitement pour le besoin de la comparaison au 30/06/2007

Etat de résultat prévisionnel du groupe ARTES

Business Plan du groupe ARTES 2007-2011	2006*	2007E	2008P	2009P	2010P	2011P
	<i>(en DT)</i>					
Chiffre d'affaires	149 542 115	171 303 661	197 199 196	221 713 502	251 491 321	280 366 637
Total produit d'exploitation	149 542 115	171 303 661	197 199 196	221 713 502	251 491 321	280 366 637
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Coût des ventes	122 231 011	139 658 971	160 433 755	179 518 135	202 245 814	225 080 683
Marge Commerciale	27 311 104	31 644 690	36 765 441	42 195 366	49 245 508	55 285 954
	18.26%	18.47%	18.64%	19.03%	19.58%	19.72%
Coût du personnel	2 990 386	3 169 400	3 898 802	4 269 121	4 658 149	5 059 941
Autres charges d'exploitation	2 076 834	2 779 860	3 243 826	3 697 942	4 253 310	4 742 849
Résultat brut d'exploitation	22 243 885	25 695 430	29 622 813	34 228 304	40 334 048	45 483 163
	14.87%	15.00%	15.02%	15.44%	16.04%	16.22%
Amortissements et provisions	724 454	455 597	512 187	499 574	679 682	829 646
Résultat net d'exploitation	21 519 430	25 239 833	29 110 626	33 728 730	39 654 366	44 653 518
	14.39%	14.73%	14.76%	15.21%	15.77%	15.93%
Charges financières nettes	115 129	449 230	539 449	660 359	820 071	923 738
Revenus financiers	2 935 042	3 125 639	3 949 889	5 279 677	6 913 399	8 820 115
Autres gains ordinaires	822 375	2 012 234	1 072 626	1 189 602	1 333 273	1 491 577
Autres pertes ordinaires	97 063	351 290	403 414	447 542	498 277	552 712
Résultat des act. Ord. avant impôt	25 064 656	29 577 186	33 190 277	39 090 108	46 582 690	53 488 760
	16.76%	17.27%	16.83%	17.63%	18.52%	19.08%
Impôt sur les bénéfices	5 667 083	6 675 809	7 531 743	8 905 030	10 630 671	12 209 138
Résultat des sociétés intégrées	19 397 573	22 901 377	25 658 534	30 185 078	35 952 019	41 279 621
	12.97%	13.37%	13.01%	13.61%	14.30%	14.72%
Quote part des sociétés mises en équiv.	334 451	385 360	443 164	509 638	586 084	673 996
Résultat Net de l'ensemble consolidé	19 732 024	23 286 737	26 101 698	30 694 716	36 538 102	41 953 618
Part revenant aux intérêts minoritaires	134 906	287 093	329 325	431 444	578 205	698 307
Résultat net de la société consolidante	19 597 118	22 999 644	25 772 373	30 263 272	35 959 897	41 255 311
	13.10%	13.43%	13.07%	13.65%	14.30%	14.71%

*Retraitement pour le besoin de la comparaison au 30/06/2007

Flux financiers prévisionnels du groupe ARTES

En DT	2007	2008	2009	2010	2011
Trésorerie initiale	69 156 231	85 556 702	116 064 591	150 349 369	192 700 559
Trésorerie d'exploitation					
Encaissement provenant des opérations d'exploitation	208 460 533	237 702 388	267 836 623	304 313 230	339 344 614
Encaissement provenant des Ventes de véhicule	195 147 295	224 706 748	253 422 130	288 337 614	321 635 681
Encaissement provenant des Pièces de rechange	10 299 164	10 054 231	11 081 875	12 199 760	13 430 888
Encaissement provenant des Ateliers	3 014 073	2 941 410	3 332 618	3 775 856	4 278 045
Décaissement provenant des opérations d'exploitation	172 759 488	188 958 039	212 408 839	239 045 320	266 976 220
Décaissement provenant des Ventes de véhicule	164 689 671	181 051 235	203 693 898	229 438 991	256 386 586
Décaissement provenant des Pièces de rechange	7 588 626	7 584 528	8 349 802	9 192 626	10 120 910
Décaissement provenant des Ateliers	481 190	322 276	365 139	413 702	468 725
Charges de personnel	3 169 400	3 898 802	4 269 121	4 658 149	5 059 941
Autres charges d'exploitation	3 070 260	3 563 266	4 049 326	4 639 832	5 168 024
Autres gains/pertes ordinaires	1 951 344	988 652	1 093 444	1 221 519	1 364 039
Impôts sur les sociétés	6 675 809	7 531 743	8 905 030	10 630 671	12 209 138
TVA	5 468 564	6 491 741	7 482 292	8 802 914	9 888 142
Total trésorerie d'exploitation	19 268 356	28 247 450	31 815 460	37 757 862	41 407 187
Trésorerie d'investissement					
Acquisition d'immobilisations	-6 000 000	-1 150 000	-2 150 000	-1 500 000	-2 000 000
Cession d'immobilisations	40 515 706	0	0	0	0
Total trésorerie d'investissement	34 515 706	-1 150 000	-2 150 000	-1 500 000	-2 000 000
Trésorerie de financement					
Augmentation de capital	0	0	0	0	0
Distribution dividendes	-40 060 000	0	0	0	0
Produits de placement	3 125 639	3 949 889	5 279 677	6 913 399	8 820 115
Augmentation d'emprunt	0	0	0	0	0
Remboursement d'emprunt	0	0	0	0	0
Charges financières court terme	-449 230	-539 449	-660 359	-820 071	-923 738
Gains pertes de change	0	0	0	0	0
Total trésorerie de financement	-37 383 591	3 410 439	4 619 318	6 093 327	7 896 378
Trésorerie finale	85 556 702	116 064 591	150 349 369	192 700 559	240 004 124