

# MAC

## Analyse Financière

# info

N° 7 du 2<sup>ème</sup> semestre 2012

### ÉDITORIAL

Les augmentations salariales en Tunisie

Sont-elles créatrices ou destructrices d'emplois?

### DOSSIER

Le secteur immobilier en Tunisie

Locomotive de développement durable, épargné par la crise

Notes de Recherche

Simpar  
Essoukna  
SITS

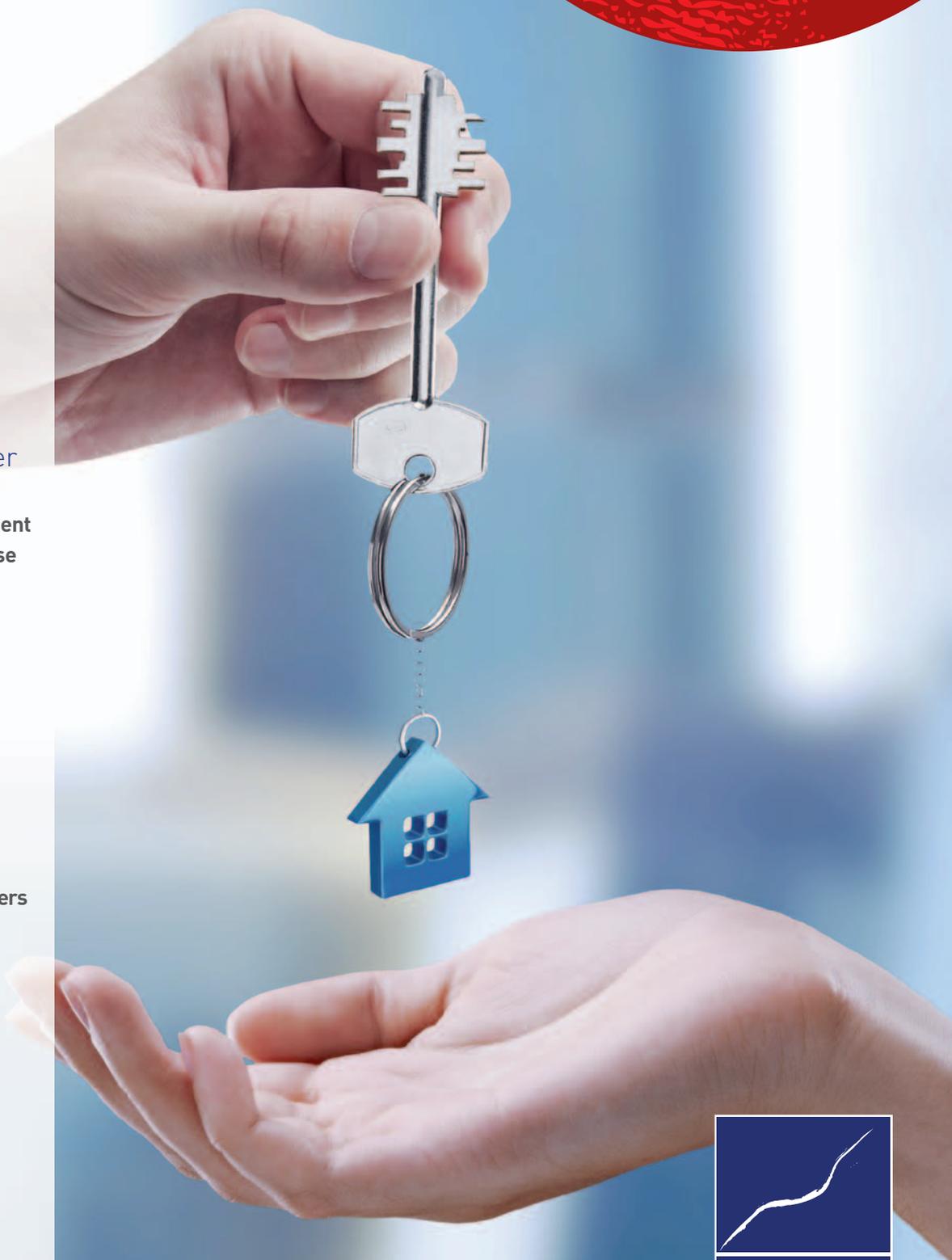
### ACTUALITÉ

Bourse de Tunis

Réalisations des onze premiers mois de 2012

Analyse Technique

Indice Tunindex  
Indice Industries





# SOMMAIRE

## ◀ ÉDITORIAL

### ■ Les augmentations salariales en Tunisie

Sont-elles créatrices ou destructrices d'emplois?

4

## ◀ DOSSIER

### ■ Le secteur immobilier en Tunisie

7

Locomotive de développement durable, épargné par la crise

### ■ Notes de Recherche

Simpar 21

Essoukna 24

SITS 27

## ◀ ACTUALITÉ

### ■ Bourse de Tunis

31

Réalisations des onze premiers mois de 2012

### ■ Analyse Technique

Indice Tunindex 35

Indice Industries 37



## EDITORIAL

# Les augmentations salariales en Tunisie

## Sont-elles créatrices ou destructrices d'emplois?

Quantitativement, la demande supplémentaire d'emplois en Tunisie s'accroît annuellement au taux de 1.95% de la population active. A ce rythme, entre mai 2010 et juin 2012, les demandes additionnelles d'emploi s'élèvent à 140 000. A la même période, on a enregistré des pertes nettes d'emplois de l'ordre de 46 700 postes malgré l'effort de création de 90 900 emplois. En conséquence, le total des chômeurs s'est élevé à 678 542 et le taux de chômage a atteint 17% en juin 2012.

Parallèlement à un chômage en augmentation, les revendications salariales ont été pesantes en raison des facteurs sociopolitiques et économiques. La précarité des emplois, la vulnérabilité et les pressions inflationnistes dans un contexte de libertés ont été à l'origine de révisions des salaires qui ont touché les SMIG et SMAG et les domaines publics et privés. Toutes composantes confondues, ces augmentations étaient

relativement élevées et dans un contexte de difficultés économiques.

Ces augmentations sont interprétées par les uns comme un obstacle à la création d'emploi car elles ne font qu'augmenter les coûts alors que les autres les perçoivent comme une compensation à une rapide détérioration du pouvoir d'achat et donc elles participent à soutenir la demande, la croissance et l'emploi. La réalité... où se trouve-t-elle?

La réponse à cette question est loin d'être évidente pour deux raisons. Une première est due à une hétérodoxie de littérature économique qui, macro-économiquement, explique différemment l'impact des augmentations des salaires sur l'emploi. Une deuxième dépend des caractéristiques d'une économie et notamment la qualité de ses institutions et son degré de performance.

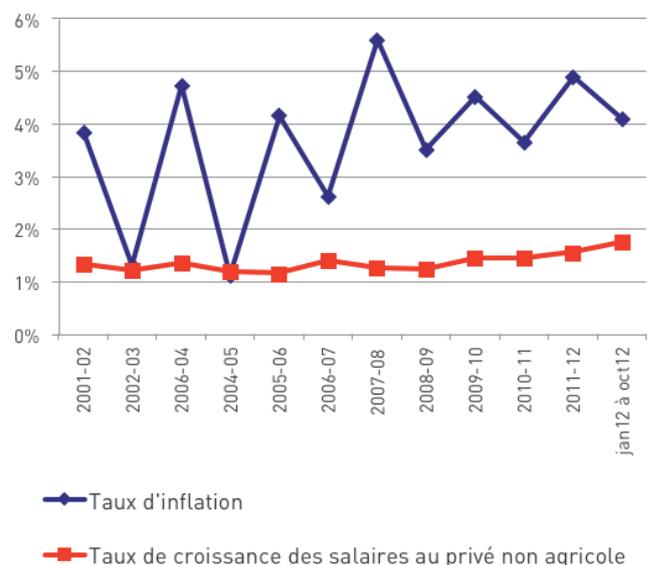
## Qu'en est-il du contexte tunisien ?

Comme précisé, et selon le courant hétérodoxe, l'impact des salaires sur l'emploi dépend des aspects institutionnels et des spécificités de l'appareil productif. Nous évoquons dans ce qui suit, pour la Tunisie, l'impact des négociations salariales et l'effet du modèle économique.

### ■ Les négociations salariales, réponse économique ou politico-sociale

Actuellement, les augmentations des salaires en Tunisie trouvent sans doute une justification dans la détérioration du pouvoir d'achat. En effet, une inflation est ressentie par les différentes catégories de salariés depuis plusieurs années. A titre d'exemple, comme indiqué à la figure n°1, une comparaison entre les évolutions des salaires au secteur privé non agricole et le taux d'inflation durant les 10 dernières années fait ressortir une baisse du pouvoir d'achat.

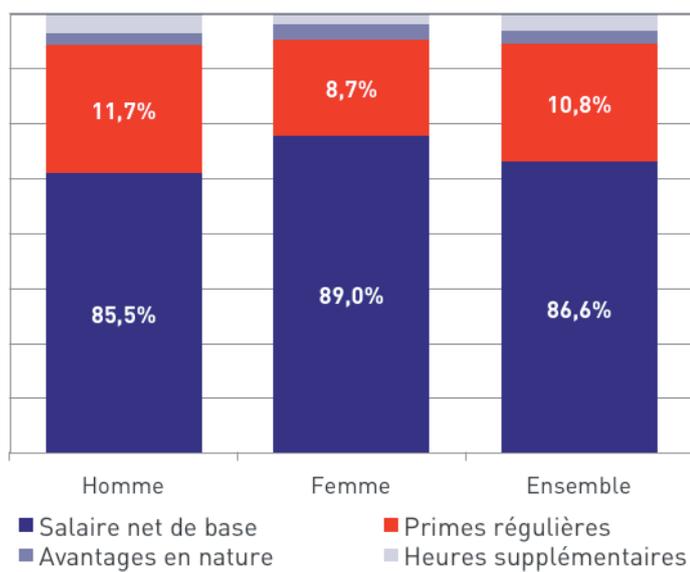
### ■ Evolution du taux d'inflation et des salaires dans le privé non-agricole



Certes, sur le plan global, la justification aux révisions des salaires existe, toutefois le processus des négociations salariales en Tunisie répond plutôt à une fonction « objectif » où le politico-social domine l'économique. Car même en présence de révisions décentralisées par secteur et opérateurs, les différences non-égalisatrices ne semblent pas être atténuées et pour cause des augmentations plutôt administrées sur les salaires de base et aux revenus réguliers mais non sur les primes de rendement irrégulières.



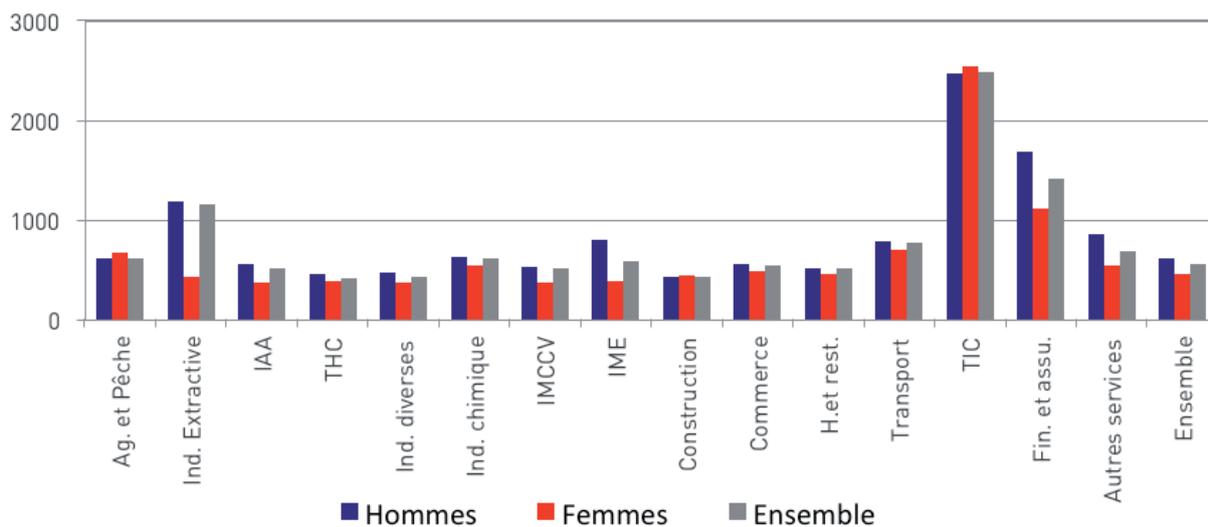
## ■ Composantes du salaire moyen par genre en Tunisie (2011)



La figure n°2 montre que la part des primes régulières dans le secteur privé est actuellement limitée à 10,8% du salaire total moyen. Cette part est uniquement de 8,7% pour les femmes salariées. Une prime de rendement variable et reliée à la productivité devrait aboutir à une meilleure performance de l'entreprise et de l'économie nationale et donc à plus de chances de créer des emplois.

Par ailleurs, le processus de négociations salariales n'a pas empêché de déboucher sur des distorsions salariales en Tunisie. Nous pouvons, à titre d'exemple, soulever la présence des différences par genre et par secteur d'activité. En effet, dans le secteur privé, les femmes sont en moyenne payées à 75% du salaire des hommes. Quant aux secteurs économiques, les TIC offrent un salaire moyen égal plus que 6 fois celui dans le textile, habillement et cuir et à presque 4,5 fois celui de l'ensemble des secteurs économiques.

## ■ Salaires par genre et par secteur (domaine privé) 2011



Certes, il n'est pas question ici de prôner des salaires homogènes et uniformes mais, les écarts importants et parfois démesurés, risquent d'appréhender les créations d'emploi.

En effet, d'un côté, la pression de demande d'emplois dans les secteurs à forts salaires tels que TIC, banques et assurances et industries extractives engendre un excédent d'offre de travail. D'un autre côté, les salaires dérisoires dans d'autres secteurs causeront des emplois non pourvus. Pour les deux cas, l'équilibre se fera toujours du côté le plus court et par conséquent les créations d'emplois seront

amoindries.

De ce qui précède et dans le but de maximiser la capacité de création d'emplois, le processus de négociation des salaires devrait adopter une indexation sur les prix et essentiellement sur la productivité. Il serait judicieux d'administrer les augmentations des salaires sur des primes de rendement variables au-lieu de l'appliquer systématiquement sur le salaire de base. Il faut de même réduire les différences non-égalisatrices pour une meilleure adéquation entre qualité de l'emploi et rémunération.

## ■ Un modèle économique à revoir pour une meilleure création d'emploi

La croissance économique en Tunisie, bien qu'atteignant des niveaux moyennement élevés durant les années passées, est qualifiée de pauvre en apport d'emplois. En effet les études ont montré qu'une croissance de 1% du PIB durant deux années consécutives ne parviendrait à augmenter l'emploi que de 0,3% par an. Qualitativement, le modèle économique en Tunisie n'a pas activement participé à la valorisation du facteur travail. En effet, pendant que le système éducatif injecte sur le marché du travail régulièrement plus que 50 000 nouveaux diplômés, les salariés des entreprises privées sont à 75% de simples ouvriers.

Parmi les grands choix du modèle économique appliqué en Tunisie depuis plusieurs années, il y a le contrôle des augmentations des salaires afin d'aboutir à une meilleure attractivité de l'IDE et l'accroissement du ratio compétitivité/prix des entreprises exportatrices.

L'enjeu depuis plusieurs années était de maintenir les salaires à des niveaux dérisoires et en même temps de garantir un niveau de vie décent pour les différentes catégories de salariés notamment les « Smigards ». L'outil « magique » était la caisse générale de compensation qui a atteint un niveau record et historique en 2012.



Cet outil aurait été efficace si les IDE vers la Tunisie s'étaient orientés vers les activités à forte valeur ajoutée et créant un transfert technologique suscitant des effets d'entraînement sur l'économie. Ainsi, il y aurait renflouement de budget de l'Etat et capacité à supporter les dépenses de compensation. Toutefois, si le SMIG en Tunisie a pu se fixer au 1/7 de celui des pays européens, la productivité du travail n'est que du tiers dans les pays origines des IDE. Réellement, les marges d'attractivité de l'IDE, en dehors des avantages fiscaux, se rétrécissent si la productivité du facteur travail en Tunisie ne réalise pas des gains notables.

Le système éducatif et le dispositif de formation professionnelle sont appelés à jouer un rôle décisif pour que l'attractivité tunisienne des IDE soit plutôt fixée sur un rapport salaire/productivité et non uniquement sur un salaire dérisoire. A l'état actuel, toute augmentation des salaires est source de moindre attractivité de l'IDE et donc serait réductrice de capacité de création d'emplois.

En guise de conclusion et sans prétendre apporter une réponse ferme à la question posée, les augmentations des salaires en Tunisie sont certes justifiées par des considérations d'ordre macroéconomiques attribuées à la détérioration du pouvoir d'achat, toutefois leur impact sur l'emploi est mitigé.

Pour que ce dernier soit positif, il faut atteindre une meilleure adéquation du processus de négociation des salaires aux exigences de performance économique et à ce titre il est recommandé d'augmenter la part des primes de rendement variables et de réduire les différences non-égalisatrices des salaires. Il est en plus recommandé de repenser les grandes orientations du modèle économique pour atteindre une croissance plus créatrice d'emplois.

A ce titre une priorité structurelle misant sur une meilleure productivité du facteur travail devrait remplacer le choix de compétitivité/prix misant sur des salaires et des coûts faibles.

*Auteur : Mouez SOUSSI,  
Maître-assistant HDR ESSEC Tunis.*

*Sources des données  
- Enquêtes population emploi 2010 et 2011, INS.  
- Enquête sur la structure des salaires en Tunisie 2011, BIT*



## DOSSIER

# LE SECTEUR IMMOBILIER EN TUNISIE

**Locomotive de développement durable, épargné par la crise**

Le marché immobilier tunisien connaît depuis plusieurs années une croissance sans précédent. Ce secteur représente une locomotive de développement durable pour la Tunisie dans la mesure où il crée de la richesse (12,6% de la valeur ajoutée du pays en 2010), génère de l'emploi (plus de 27 mille postes d'emplois en 2010), mobilise l'épargne des ménages et stimule des effets d'entraînement sur d'autres industries (ciments, produits métallurgiques, produits sanitaires, produits miniers, ...).

Ses répercussions sont tant sollicitées pour la stabilité sociopolitique synonyme de dignité du citoyen et représentent surtout un facteur d'intégration sociale important.

Investir dans l'immobilier constitue toujours, aux yeux des tunisiens, un bon choix et ce même si cet investissement aurait coûté la condamnation de la majeure partie de ses revenus pendant une ou deux décennies (l'échéance peut s'allonger jusqu'à 25 ans). La majorité des tunisiens considère qu'un bien immobilier est une valeur sûre même avec une valeur actuelle nette négative, même avec un taux de rendement interne inférieur au taux de rémunération sur un compte d'épargne ou même avec un PER qui égalise le tiers de l'espérance de vie.

D'ailleurs, c'est un secteur qui ne connaît pas la crise même après la révolution du 14 Janvier. En effet, les prix de l'immobilier connaissent depuis quelques années, partout en Tunisie, des variations à la hausse à des échelles différentes certes, spectaculaires parfois, et surtout dans les zones huppées. Malgré ceci, le secteur affiche, actuellement, une inadéquation entre l'offre et la demande. D'un côté, certains professionnels du secteur se plaignent d'un stock de logements invendus et qui ne cesse d'augmenter et de l'autre côté, l'acquéreur tunisien affirme que le prix actuel du mètre carré est trop élevé par rapport à son pouvoir d'achat.

Analyser le secteur immobilier tunisien n'est pas une tâche facile dans l'absence de statistiques officielles récentes et même les anciennes statistiques, elles ont été remises en cause après la révolution, à commencer par le fameux taux de « 80% des tunisiens propriétaires de leurs logement » qui a été démenti par Mr Keskes, président de la chambre syndicale des Agents Immobiliers, lors de la dernière rencontre, tenue le 21 Février 2012, avec les professionnels du secteur.

Nous allons essayer dans ce qui suit, de présenter l'état des lieux du secteur, les facteurs qui influencent son développement et ses défis à relever.

# Etat des lieux du secteur de logement en Tunisie

## ■ Nombre et structure des logements

D'après l'enquête 2009 de l'Institut National des Statistiques (INS) sur la population et l'habitat, le parc national de logements est constitué de 2 886 800 unités en mai 2009, contre 2 500 800 unités répertoriées par le recensement de la population de 2004.

Le dernier quinquennat a vu ainsi la création de 386 mille logements, soit une moyenne annuelle de 77 200 logements par an, l'équivalent d'un TCAM de 2,91%, contre une évolution du nombre de familles tunisiennes de 2,51% par an au cours de la même période.

## ■ Structure de logement selon le type

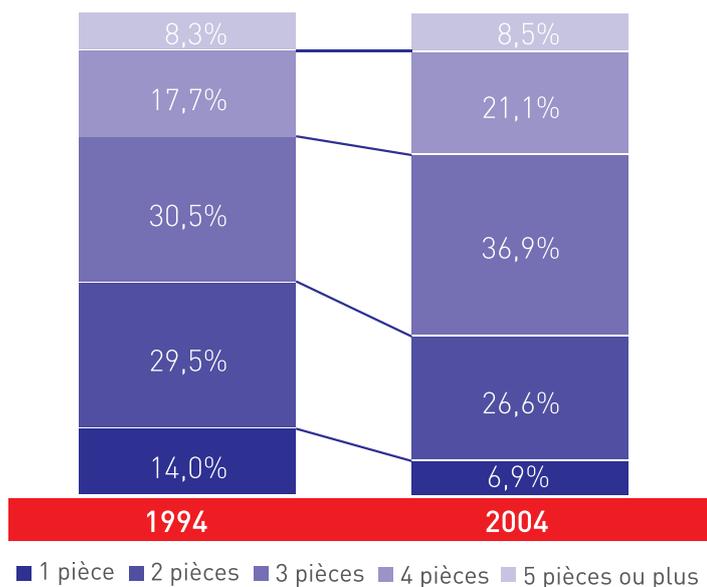
Année	1999	2004	2009	TCAM
Nombre de logements (en milliers)	2 204,3	2 500,8	2 886,8	2,7 %
Logements modernes (villas, appartements...) en %	38,50	45,10	33,80	
Logements traditionnels (maison arabe, houch...) en %	60,30	54,10	65,10	
Logements rudimentaires en %	1,20	0,80	0,30	

Un des facteurs que révèle le bilan de l'INS, c'est que la majorité des logements sont de types traditionnels (65,1% en 2009 contre 54,1% en 2004). Les logements modernes de type villa, appartements, studio... ont accaparé 33,8% du nombre total de logements, en régression par rapport aux chiffres de 2004 (45,1%).

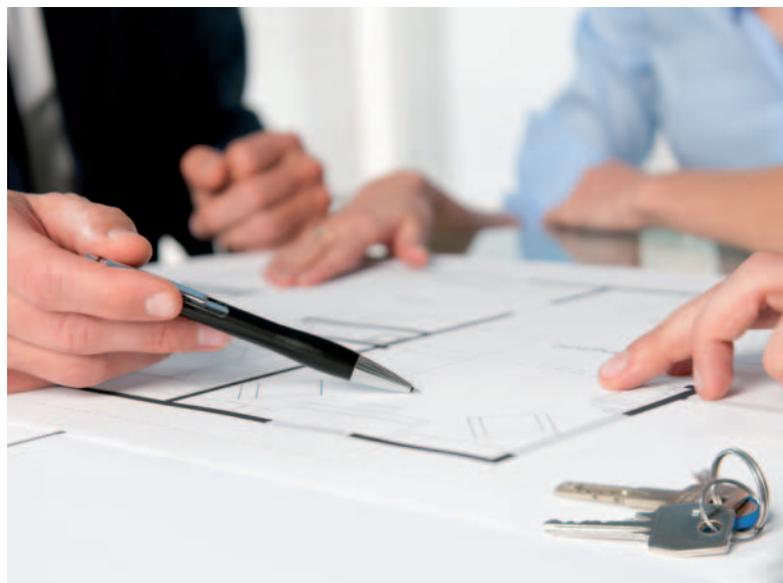
En 2009, le nombre de logements occupés avoisine les 2 405 000, soit 83,3% du total des logements du pays contre 84,6% en 2004 et 85,3% en 1994. Les logements vacants sont au nombre de 426 200 unités, dont 94 mille résidences secondaires appartenant à des familles résidant dans le pays, 37 200 logements appartenant à des familles établies à l'étranger, 104 000 destinés à la location, 15 900 destinés à la vente, 79 000 logements vacants pour des raisons diverses, 21 800 logements désaffectés, alors que 55 600 logements sont au dernier stade de construction (selon l'enquête de l'INS en 2009).



## ■ Caractéristiques du parc de logement (1994-2004) - INS



Les habitations ont également gagné en superficie et en nombre de pièces. Toujours selon la même source, le nombre de logements disposant de 3 pièces représente 46% du total des logements contre 30% en 2004 alors que le nombre de logements n'ayant qu'une seule pièce a baissé pour s'établir à 3,6% du total des logements en 2009 contre 6,9% en 2004 et 14% en 1994.



## ■ Les opérateurs du marché du logement

### 1: Les opérateurs publics

#### La Société Nationale Immobilière de Tunisie (SNIT)

La Société Nationale Immobilière de Tunisie était la première institution publique nationale chargée d'entreprendre et de financer les projets d'habitat destinés aux différentes couches sociales.

En 1973, l'Etat a décidé de restructurer le secteur, de limiter la mission de la SNIT à la promotion immobilière et de confier les missions d'aménagement des terrains et de financement de la construction de logements respectivement à l'Agence Foncière de l'Habitat et la Caisse Nationale d'Épargne Logement (La banque de l'Habitat actuellement).



### ■ Le nombre de logements réalisés par la SNIT

Plan	Période	Nombre de logements réalisés
-	de 1957 à 1968	1990
-	de 1969 à 1973	33 663
-	de 1974 à 1976	41 689
5 <sup>ème</sup> plan	de 1977 à 1981	71 000
6 <sup>ème</sup> plan	de 1982 à 1986	60 620
7 <sup>ème</sup> plan	de 1987 à 1991	19 089
8 <sup>ème</sup> plan	de 1992 à 1996	6 625
9 <sup>ème</sup> plan	de 1997 à 2001	12 533
10 <sup>ème</sup> plan	de 2002 à 2006	8 415
11 <sup>ème</sup> plan	de 2007 à 2010	5 904
<b>Total</b>		<b>261 528</b>

Source : Site internet SNIT

## L'Agence Foncière d'Habitation (AFH)

L'AFH a été chargée du lotissement, de l'aménagement et de la viabilisation des terrains à usage d'habitation ainsi que de leur commercialisation dans le cadre de la politique foncière de l'Etat, dont l'objectif principal est l'optimisation des terrains à bâtir et la réduction de la spéculation foncière.

## La Société de Promotion des Logements Sociaux (SPROLS)

La SPROLS a été créée par la loi n°77-53 du 03 Août 1977. Son objectif premier était la contribution à la concrétisation de la politique de l'Etat dans le domaine de l'habitat social tout en jouant le rôle de régulateur du secteur.

Ses logements sont destinés directement à la vente et sont financés par la Banque de l'Habitat (BH) et par les fonds de promotion des logements aux profits des salariés (FOPROLOS). Ce dernier (FOPROLOS I, II et III), est un système de financement du logement social qui a été mis en place pour faire bénéficier le plus grand nombre de la population active (notamment les salariés à faible revenu) du droit au logement.

Les ressources de ce fonds sont alimentées grâce aux prélèvements de 1% des salaires versés par les entreprises au budget de l'Etat et il est géré par la Banque de l'Habitat.

*Les projets réalisés dans le cadre FOPROLOS restent limités à la Société Nationale Immobilière de Tunisie (SNIT) et à la Société de Promotion des Logements Sociaux (SPROLS). D'ailleurs, la part de marché de ces deux sociétés ne cesse de régresser, alors qu'elles jouent le rôle de régulateur des prix de l'immobilier tunisien.*



## 2: Les opérateurs privés

Il y a une trentaine d'années, la SNIT était l'unique intervenant sur le marché de l'immobilier mais depuis 1974, l'Etat tunisien a encouragé la promotion immobilière à travers les opérateurs privés.

La législation a été renforcée en 1990 par de nouvelles mesures encourageant l'initiative privée dans la promotion immobilière et ce par l'octroi à l'ensemble des promoteurs de nouveaux avantages en matière de droit d'enregistrement et d'exonération fiscale et l'octroi d'autres avantages aux promoteurs réalisant des logements sociaux.

D'un autre côté, les autorités publiques ont incité et encouragé les opérateurs étrangers à investir dans l'immobilier tunisien ce qui a permis d'augmenter leur nombre.

Et depuis, le nombre de sociétés de promotion immobilière a été multiplié à une cadence vertigineuse. En 2010, le nombre a atteint les 2040 promoteurs agréés dont seulement 500 sont en activité.

### ■ Le prix de l'immobilier en Tunisie

En Tunisie, il est difficile aujourd'hui de se faire une idée précise des prix, aucun baromètre officiel n'existe (ville par ville et quartier par quartier). Les seuls chiffres qui permettent de se faire une idée sont ceux fournis par les agences immobilières.

Le marché a connu une flambée des prix, on annonce même des augmentations de 150 % dans certaines régions. Les raisons sont multiples : spéculation et rareté du foncier, hausse des prix des matériaux de construction, arrivée d'une clientèle aisée pour qui des projets luxueux sont en construction à travers le pays.

En dehors de tout effet conjoncturel lié à l'effet de la révolution tunisienne, l'immobilier tunisien affiche une tendance totalement différente. Le baromètre des prix pour l'immobilier neuf a encore monté, en 2012, après avoir affiché une tendance plutôt stable courant l'année dernière.

Dans la majorité des régions, les niveaux des prix ont largement dépassé ceux affichés ces dernières années. Dans certains beaux quartiers naissants au Lac I-II, à Ain Zaghuan, Les jardins de Carthage... la demande reste forte, proportionnellement à l'offre, et les prix de vente du mètre carré caracolent toujours à des prix exorbitants (atteignant même le seuil des 5000 DT le mètre carré aux Berges du Lac).

Le prix du m<sup>2</sup> des appartements neufs a poursuivi son trend haussier favorisé par la rareté des terrains surtout dans la capitale et dans les grandes villes. Certes le haut standing dans les quartiers huppés (ou nouveaux) a enregistré la plus forte montée de prix, mais nos statistiques montrent également que même certaines cités connues par leurs offres de logement social et économique n'ont pas été épargnées. C'est le cas de l'El Medina El Jadida (avec des prix qui oscillent entre 950 DT et 1085 DT le mètre carré), El Mourouj ou encore la Manouba où le prix du mètre carré a touché le pic de 1600 DT le mètre carré.

## ■ Évolution du baromètre des prix du m<sup>2</sup> des appartements neufs

Prix du m <sup>2</sup> des appartements neufs	2008		2009		2010		2012	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
<b>TUNIS</b>								
Ain Zaghouan	1250	1400	1350	1500	1500	1800	1550	1900
Carthage	2500	2800	2500	2800	2500	2800	2200	2800
Lac I - II	1450	2500	1550	2700	1800	2800	2200	5000
La Marsa	1500	2000	1600	2000	1800	2200	1400	2470
Les Jardins de Carthage	-	-	1500	1800	1800	1900	1800	2400
Sidi Bou Said	1800	2000	1800	2000	2000	2200		
Tunis Centre	950	2500	1000	2500	1200	2500	1500	
<b>ARIANA</b>								
La Soukra	1150	1250	1000	1250	1100	1450	1100	1770
Ennasr	1000	1400	1200	1500	1300	1800	1400	2200
<b>LA MANNOUBA - BEN AROUS</b>								
La Mannouba	850	950	850	1000	1000	1100	1000	1600
Mourouj	800	850	800	900	900	1000	900	1100
Médina El Jadida	850	900	850	950	950	1050	950	1300
<b>NABEUL - HAMMAMET</b>								
Hammamet	1200	1450	1200	1450	1400	2000	1500	3500
Mrezga	-	-	-	-	1200	1450	1400	1612
Nabeul	1100	1250	1100	1350	1200	1350	1300	1790
<b>BIZERTE</b>								
Bizerte	950	1100	950	1100	1000	1150	1200	1400
<b>SOUSSE</b>								
Kantaoui	-	-	-	-	1300	2200	1700	2100
Sousse	1250	1450	1200	1450	1100	1300	1032	1825
<b>MONASTIR</b>								
Monastir	1000	1300	1000	1300	1050	1350	1100	1150
<b>MAHDIA</b>								
Mahdia	900	1100	1000	1200	1100	1250	1050	1300
<b>SFAX</b>								
Sfax	800	850	850	950	900	1100	900	1250
<b>DJERBA</b>								
Djerba	900	1100	900	1200	1100	1300		

Les résultats de ce tableau proviennent des données recueillies du « Guide de l'immobilier en Tunisie 2011 » et pour la mise à jour (les résultats de l'année 2012) ont été recueillis auprès des sources non officielles, des agences immobilières, de journaux spécialisés, de sites internet et d'un échantillon représentatif de promoteurs immobiliers et des architectes. Cette approche offre un diagnostic de la situation actuelle du secteur de l'immobilier en l'absence d'une base de données officielle au public et est sujette aux mises en garde contre les conclusions qui peuvent en être tirées. Néanmoins, tenant compte de ces mises en garde, cette approche permet d'offrir une idée significative sur le secteur.



A **Hammamet**, les prix du mètre carré ont varié entre 1500 et 2000 dinars et dans certains quartiers, les prix peuvent atteindre les 3500 dinars.

A **Sfax**, le prix du mètre carré, quoiqu'en progression continue ces dernières années, reste relativement moins cher que la capitale. Les prix se situent dans une fourchette de 900 à 1250 dinars. La flambée du prix à Sfax a été expliquée par le retour des promoteurs originaires de la région pour y investir suite à la concurrence rude qui existe à Tunis. D'ailleurs, la région de Sfax affiche une hausse vertigineuse des prix des terrains surtout dans les zones stratégiques.

Selon les experts et professionnels du secteur, la demande pour le haut standing reste destinée à une certaine clientèle qui veut se concentrer dans les mêmes zones ce qui induit une pression inflationniste sur le prix de l'immobilier dans ces endroits surtout que le foncier s'y fait rare. Ainsi, le haut standing avec ses prix très élevés reste l'apanage de certains clients tunisiens aisés mais aussi les clients internationaux, et notamment les ressortissants libyens qui espèrent une révision de la réglementation. Les européens aussi accèdent au haut standing tunisien et se concentrent plutôt sur la région du cap bon.

Cette flambée des prix de l'immobilier neuf a poussé les clients tunisiens, à revenus moyens, à s'orienter vers le logement économique nettement plus abordable et a donné un nouvel essor pour le marché de l'ancien.

## Les principaux facteurs qui influencent le développement de l'immobilier en Tunisie

Comme on l'a précédemment précisé, l'immobilier en Tunisie connaît depuis quelques années une montée spectaculaire. C'est un secteur des plus attractifs et des plus rentables profitant aussi bien aux investisseurs locaux qu'aux étrangers. Cette hausse trouve son origine dans l'attachement du tunisien à l'acquisition d'un bien immobilier considéré comme un moyen d'ascension sociale et une garantie sur le long terme.

De plus, des facteurs tels que la croissance démographique, la population jeune, les facilités de crédits croissantes, le tourisme florissant ont également contribué à alimenter le boom sur le marché de l'immobilier.

### ■ La croissance démographique, concentration urbaine sur les grandes villes

La croissance démographique de la population influence le secteur de l'immobilier. En effet, la croissance de la population et surtout de la population active est corrélée positivement avec la demande de logement.

En 2011, la population tunisienne a atteint les 10,674 millions d'habitants soit un taux de croissance annuel moyen stable de 1,06% entre la période 2006-2011.

## ■ DONNÉES STATISTIQUES SUR LA POPULATION TUNISIENNE- INS

Année	2006	2007	2008	2009
Population totale au 1 <sup>er</sup> juillet ( en milliers)	10 127,90	10 225,10	10 328,90	10 439,60
Taux de croissance	-	0,96%	1,02%	1,07%
Part de la population urbaine (en %)	65,4	65,6	65,8	65,9
Densité de la population au km <sup>2</sup>	65,0	65,6	66,3	67,0
Nombre de ménage ( en milliers)	2291,0	2344,0	2407,2	2474,6

Source : Institut National de la Statistique (INS)

En 2009, la part de la population urbanisée a atteint 65,9% de la population globale du pays avec une densité de 67 habitants au Km<sup>2</sup>, soit le niveau le plus élevé historiquement. Le Grand Tunis (c'est-à-dire les gouvernorats de Tunis, Ariana, Ben Arous et Manouba) abrite, d'après les derniers chiffres, plus de deux millions d'habitants soit 23,21% de la population totale.

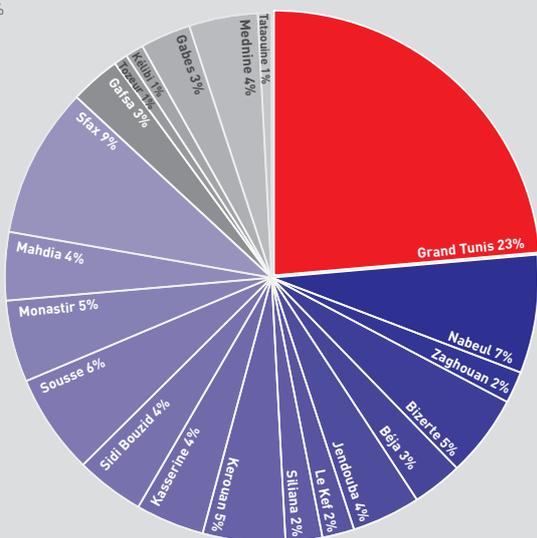
La région de Sfax accapare, à elle seule, 8,85% de la population tunisienne. Quant à la région de Nabeul, elle s'est inscrite en troisième position en abritant 7,14% de la population.

Cette forte concentration urbaine sur ces régions côtières (Grand Tunis, Nabeul, Sfax, Sousse...) a boosté la demande de l'immobilier et a favorisé davantage la construction de logements neufs dans ces zones.



## ■ RÉPARTITION DE LA POPULATION PAR GOUVERNORAT (2011)- INS

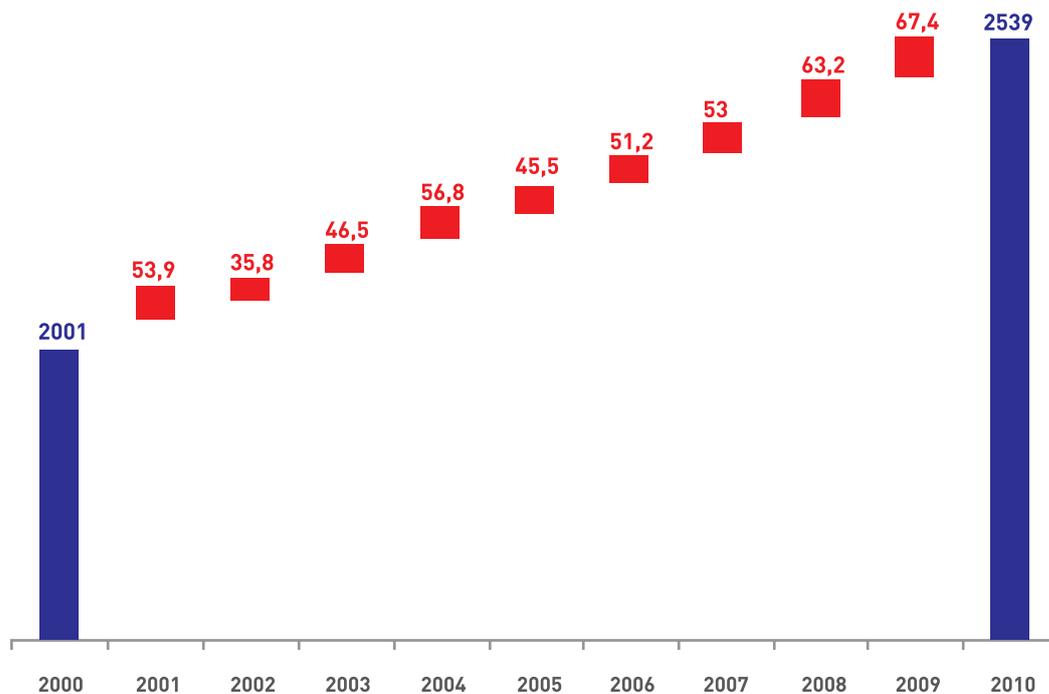
- Grand Tunis 23%
- Nabeul 7%
- Zaghouan 2%
- Bizerte 5%
- Béja 3%
- Jendouba 4%
- Le Kef 2%
- Siliana 2%
- Kerouan 5%
- Kasserine 4%
- Sidi Bouzid 4%
- Sousse 6%
- Monastir 5%
- Mahdia 4%
- Sfax 9%
- Gafsa 3%
- Tozeur 1%
- Kélibi 1%
- Gabes 3%
- Mednine 4%
- Tataouine 1%



En plus, le profil démographique de la population tunisienne montre clairement que le pays dispose d'une population assez jeune avec plus de 24% au-dessous des 15 ans alors que 66% sont entre 15 et 59 ans. Cette tranche d'âge a, bien évidemment, des besoins en logements, ce qui est de nature à influencer la demande en immobilier.

Par ailleurs, le nombre de ménages est en croissance continue affichant la création moyenne de 53 250 ménages par an sur la période 2000-2010. Cette moyenne s'est accélérée courant les trois dernières années permettant d'atteindre, en 2010, 2 539 100 ménages soit le niveau le plus haut jamais atteint en Tunisie.

## ■ ÉVOLUTION DU NOMBRE DE MÉNAGE (EN MILLIERS) – INS



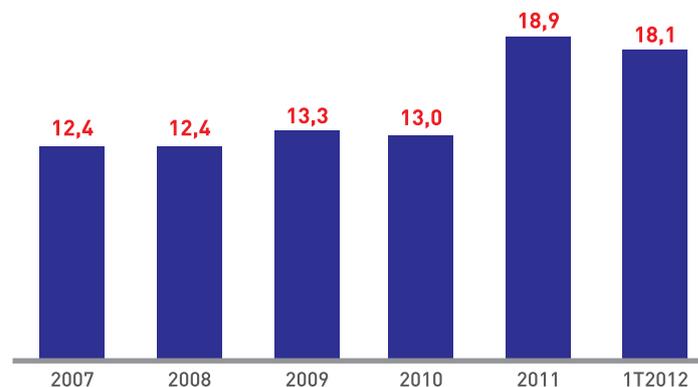
## ■ Le chômage

L'immobilier est aussi dépendant du chômage puisqu'il influence directement l'offre et la demande de logement.

Au terme de l'année 2011, la population tunisienne active est estimée à 3 909,1 mille personnes. Le taux de chômage s'est élevé à 18,9% au quatrième trimestre de 2011 avant de baisser légèrement à 18,1% au premier trimestre 2012 avec une prédominance auprès des jeunes dans la tranche d'âge 15-29 ans (35,6%). Le taux de chômage des diplômés du supérieur s'élève à 34,2%.

Selon le gouvernement actuel, l'objectif est de créer 100 000 postes d'emplois en 2012. Toutefois, en dépit de ces efforts, il est prévu que la création de nouveaux emplois en Tunisie posera un problème économique et social puisque le profil démographique de la population révèle une population très jeune, avec environ le quart de la population âgée de moins de 15 ans, tandis que 66% sont entre 15 et 59 ans, ce qui indique qu'il y aura une demande accrue d'emploi pour répondre à la population jeune.

## ■ DONNÉES STATISTIQUES SUR LE TAUX DE CHÔMAGE (EN %) – INS



## ■ L'inflation

### L'inflation des prix des matériaux de construction

L'immobilier a un impact direct sur la croissance du secteur de la construction, qui a un effet d'entraînement sur différents segments de l'économie, créant une demande pour d'autres secteurs industriels comme l'acier et le ciment. La forte demande sur le marché immobilier a directement déversé dans le secteur de la construction qui affiche une flambée des prix comme démontrée dans le graphique ci-contre. D'ailleurs, l'indice des matériaux

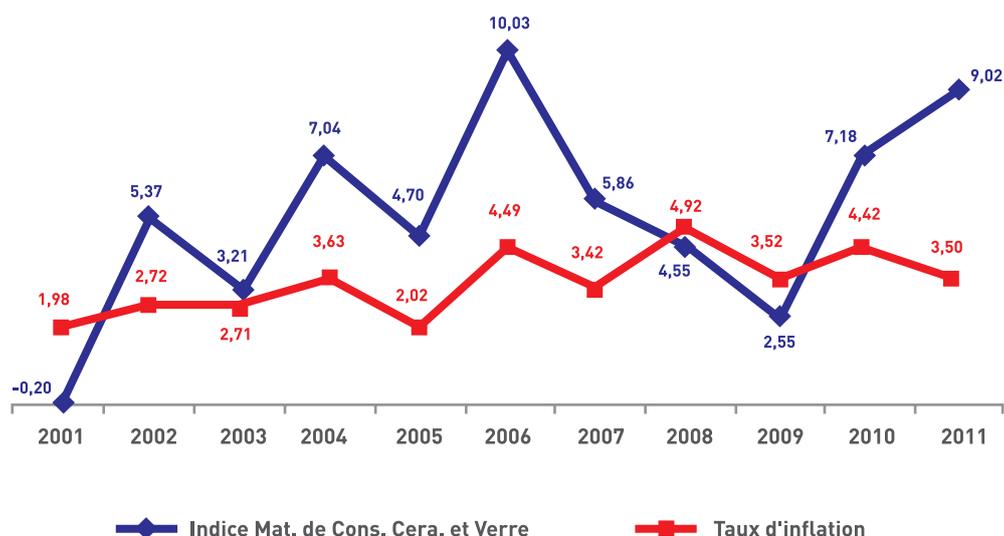
de construction, céramique et verre affiche une croissance moyenne de 5,4% sur les dix dernières années contre une moyenne de 3,4% pour le taux d'inflation.

Inéluctablement, l'enchérissement des prix des matériaux de construction s'est répercuté sur le prix de vente de l'immobilier puisque, d'après les professionnels, la part des matériaux de construction dans le coût global d'un projet immobilier varie entre 56% et 64%.

## ■ ÉVOLUTION DES PRIX DES MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION, DE CÉRAMIQUE ET DE VERRE - INS

Le ciment, composant de base pour le bâtiment, affiche aussi une croissance continue des prix de vente.

Les prix des autres matériaux de construction sont aussi en hausse subissant l'effet des événements au niveau local et international. Cela vient encore s'ajouter à la cherté et la rareté de la main d'œuvre qualifiée.



## ■ L'ÉVOLUTION DE PRIX DE VENTE DU CIMENT II SUR LE MARCHÉ LOCAL

Année	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Production (million de tonnes)	5,77	6,32	6,38	6,67	6,72	7,32	7,16
Vente locale (million de tonnes)	5,13	5,48	5,43	5,65	5,64	5,92	6,25
Prix TTC/Tonne	74,37	78,29	82,46	87,99	94,25	100,13	105,13
<b>Taux de Croissance (en%)</b>	3,3%	5,3%	5,3%	6,7%	7,1%	6,2%	5,0%

Source : Prospectus d'introduction Carthage Cement, 2010

### La rareté des terrains constructibles

La rareté des terrains constructibles particulièrement dans les zones les plus convoitées (le Grand Tunis et le littoral) a aussi un effet direct sur la hausse du foncier puisque le coût d'acquisition du terrain est estimé entre 15% et 18% du coût global du projet. Ce manque du foncier est dû, selon les professionnels, à la politique timide du premier fournisseur national, à savoir l'AFH.

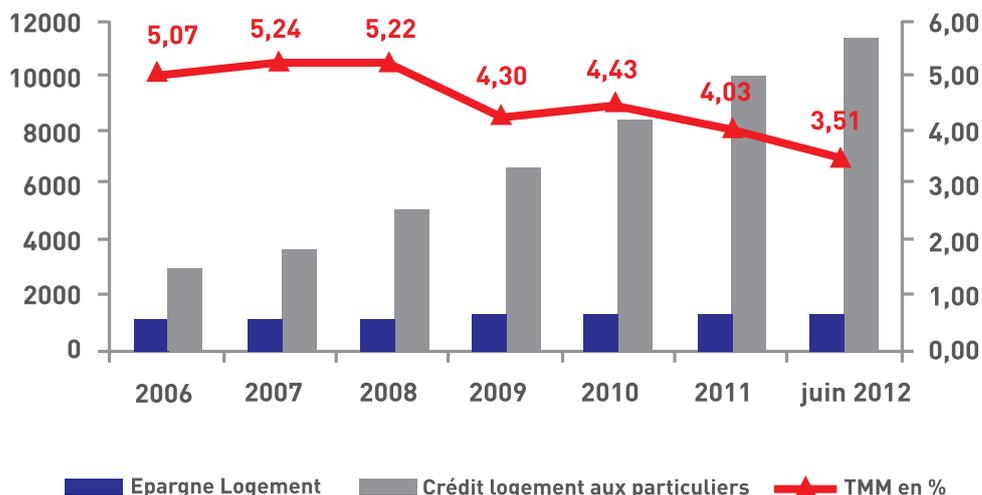
Cette rareté a contribué à la spéculation sur les dernières réserves foncières disponibles dans les grandes villes, notamment le Grand-Tunis ce qui a engendré une rude concurrence pour les rares lots encore disponibles.

## ■ Facilité d'accès aux crédits

Culturellement, l'accès à la propriété pour le tunisien est un signe d'ascension et d'accomplissement social. L'accès au logement a été de plus en plus développé courant ces dernières années puisque désormais toutes les banques commerciales tunisiennes offrent des crédits logements,

un créneau auparavant réservé à la Banque de l'Habitat. De plus, l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits et l'allongement de la durée de remboursement (jusqu'à 25 ans) ont favorisé l'accès à la propriété domiciliaire.

### ■ EVOLUTION DES CRÉDITS LOGEMENTS – BCT



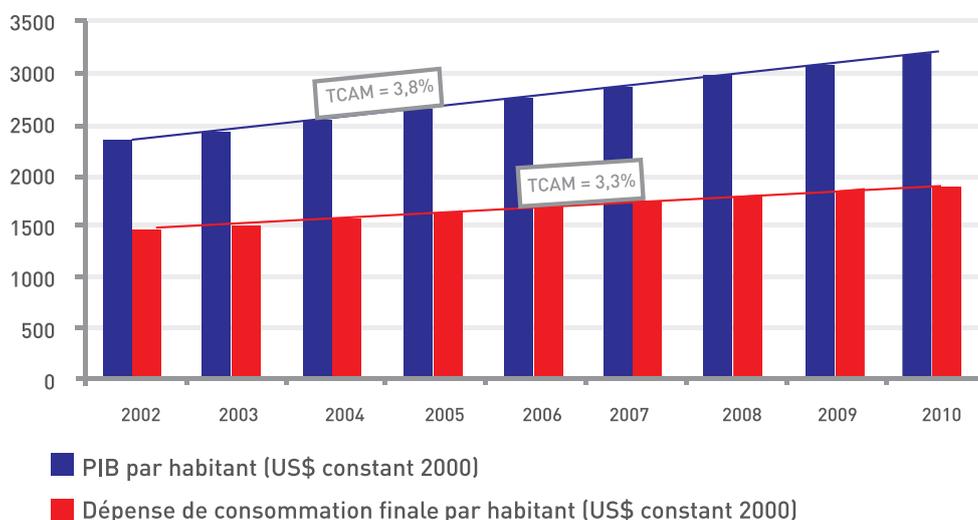
D'un point de vue financier, l'essor que connaît le secteur de l'immobilier est exprimé par la croissance de la demande des crédits à l'habitation. Selon la centrale des risques de la BCT, l'encours des crédits consentis aux particuliers sont essentiellement (près de 80%) destinés aux logements.

Les crédits consentis aux particuliers pour financer l'acquisition, la construction ou l'aménagement d'un bien immobiliers sont en nette croissance et se sont accrus de 6,5% du PIB en 2006 à 19,2% en 2011. En valeur, ils sont passés de 2 874 MDT, en 2006, à 10 018 MDT en 2011, soit un TCAM de 28,4%. Paradoxalement, l'évolution de l'épargne logement des particuliers est resté quasiment plate avec un TCAM 2006-2011, de seulement 3,2%. A fin juin 2012, l'épargne logement s'élevait à 1 241 MDT, soit seulement 11% des crédits logements octroyés aux particuliers à cette date. Par ailleurs, cet accroissement des crédits logements

est venu en réponse aussi à la baisse du taux du marché monétaire (TMM), sur lequel les crédits sont indexés. Depuis 1993, le TMM était en baisse, passant de 10,8% en Janvier 1993 à 5% fin juillet 2006 pour atteindre 3,51% à fin Juin 2012.

A ceci, s'ajoute aussi l'amélioration du pouvoir d'achat du tunisien ces dernières années et par conséquent ses dépenses ont été aussi en hausse. Le tunisien consacre, en moyenne, près de 23% de ses dépenses à l'habitation, une part qui est restée constante entre 1990- 2005.

### ■ EVOLUTION DU POUVOIR D'ACHAT DES TUNISIENS (BANQUE MONDIALE)



## ■ Attrait du secteur touristique

Un des facteurs influençant la croissance de l'immobilier en Tunisie est le tourisme avec ses effets directs et ses effets d'entraînement sur d'autres secteurs économiques. Le tourisme est l'un des secteurs cruciaux de l'économie tunisienne représentant près de 5,5% du PIB et générant des recettes de l'ordre de 3 540 MDT, en 2010.

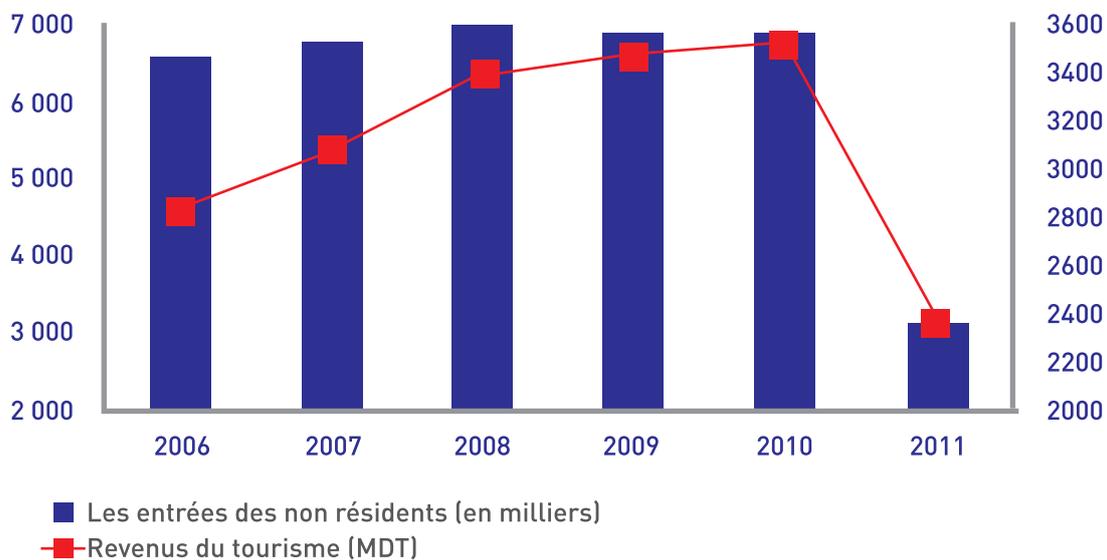
Après la chute drastique du secteur touristique en 2011, suite à la révolution tunisienne, des prémices de reprise ont été enregistrées au début de l'année 2012 (du 1er janvier au 10 mars) avec une hausse de 46% du nombre des touristes, atteignant 660 mille touristes contre 451 milles durant la même période en 2011 et 786 milles en 2010.

Par ailleurs, une partie non négligeable de touristes choisissent de louer pendant leurs vacances en Tunisie. La demande de logements locatifs, principalement d'Europe et des pays voisins comme la Libye et l'Algérie, vient donc compléter la forte demande intérieure de location.

De plus, il y a un certain attrait pour la propriété immobilière en Tunisie de la part des étrangers et notamment européens et libyens. Certains analystes vont même jusqu'à dire que la Tunisie sera le prochain Maroc. Ils avancent le fait que ce sont deux pays méditerranéens, qui ont les mêmes influences, berbères, arabes et françaises malgré certaines différences sociopolitiques.

Pour les étrangers, le marché immobilier tunisien est encore relativement peu cher par rapport aux autres pays méditerranéens et les analystes suggèrent que les prix des biens de la Tunisie sont comparables aux prix du Maroc il y a cinq ans.

## ■ EVOLUTION DES ENTRÉES ET DES RECETTES TOURISTIQUES (MINISTÈRE DU TOURISME)



# Repenser le marché de l'immobilier pour une meilleure adéquation de l'offre et la demande



Comme nous l'avons déjà mentionné, les prix dans l'immobilier ont atteint des niveaux extrêmement élevés et insupportables pour un citoyen tunisien moyen. Insupportables dans la mesure où un nombre de foyers ont décidé de s'endetter parfois sur 25 ans pour l'acquisition d'un bien de qualité très relative. Extrêmement élevés car quand les « salaires réels ont augmenté d'à peine 2% en moyenne annuelle, en Tunisie entre 2004 et 2007, ce qui est inférieur à la hausse moyenne annuelle de la productivité de près de 3% » selon l'Organisation Internationale du Travail, le prix de l'immobilier évolue à une moyenne de 5 à 6% l'an. Cette hausse des prix renforce la difficulté d'accès des ménages à revenus moyens ou modestes à un logement convenable.

Malheureusement, c'est aussi un marché qui s'offre beaucoup à la spéculation et c'est aussi un marché où la plupart des intervenants sont des particuliers. En l'absence d'institutionnels de taille qui peuvent réguler le marché, l'immobilier en Tunisie fait face à un découplage des évolutions prix/revenus.

## ■ Des prix dé-corrélés des fondamentaux

Comme précisé, l'immobilier en Tunisie ne répond pas à la loi de l'offre et de la demande. De plus, cette loi ne permet pas de garantir que les prix reflètent les fondamentaux économiques. Selon les professionnels, plusieurs facteurs et difficultés expliquent les dérapages des prix de l'immobilier :

**1 La rareté des terrains** reste la plus grande entrave au développement des sociétés immobilières et les causes sont multiples:

■ Des plans d'aménagement et d'urbanisme mal pensés et qui s'étalent dans le temps laissant une grande place à la spéculation foncière ;

■ Des organismes de régulation qui ne jouent pas pleinement leur rôle : Pour mettre la lumière sur ce point, il est intéressant de voir le comportement de l'agence foncière de l'habitat (AFH) et de la société El Bouhaira, considérés comme principaux intervenants sur le marché foncier en Tunisie. Selon les professionnels, le comportement des ces intervenants n'a fait qu'amplifier le problème de rareté des terrains.

**En l'absence d'institutionnels pour réguler le marché, l'immobilier en Tunisie s'offre beaucoup à la spéculation.**

Pour l'AFH, les appels d'offres lancés ont été remportés récemment par « des spéculateurs immobiliers » et non par des promoteurs. Ces spéculateurs offrent des prix exorbitants qui atteignent dans certains cas trois fois le prix

de l'ouverture. Selon certains professionnels, l'AFH, dont le rôle principal est de réguler le marché, favorise ainsi le déséquilibre du marché.

Pour la société AL BOUHAIRA : Après la révolution, cette société, dont le stock de terrain détenu reste le plus stratégique du pays, a changé d'orientation en exploitant les terrains pour son propre compte par le lancement de projets immobiliers. Ce qui a créé un déficit foncier dans la région des Berges du lac.

**2 La non disponibilité de la main d'œuvre** aussi bien qualifiée que non qualifiée : alors que la main d'œuvre qualifiée se fait de plus en plus rare par manque de formation et du fait de l'immigration vers la Libye, la main d'œuvre non qualifiée, et notamment les jeunes, sont réticents à travailler dans les chantiers.

**3** Un des points faibles évoqués aussi par les professionnels du secteur c'est **la dégradation du service de l'administration et la lenteur des procédures** ce qui freinent énormément les promoteurs immobiliers dans leurs ventes et entraîne un déséquilibre financier pour les professionnels.

**4 Le problème de financement** avec une réticence des banques à financer les sociétés immobilières et plus particulièrement le financement de l'acquisition des terrains. Ce manque de financement crée un déséquilibre financier pour les promoteurs immobiliers notamment avec le manque de liquidités due à un décalage entre le temps effectif de réalisation des projets et celui prévu d'avance. Il est à noter aussi que ce problème touche plus particulièrement les sociétés immobilières non adossées à des banques.

**5 La hausse considérable du coût des matériaux de construction** (entre 15% et 20% sur une période de 3 ans). Une situation qui commence à se stabiliser.

**6 L'absence d'une organisation structurée du marché de la promotion immobilière** : le marché tunisien dénombre plus de 2000 promoteurs agréés dont 500 sont en activité. Les professionnels du marché souffrent des autres intervenants « amateurs » qui exercent parfois une concurrence déloyale et font augmenter la pression inflationniste sur le prix du foncier et de l'immobilier. Ils réclament un renforcement des barrières à l'entrée pour une meilleure organisation du secteur. En effet, actuellement pour avoir un agrément pour l'exercice de la profession de promoteur immobilier, il faut justifier d'un capital de seulement 150 000 DT.

**Tous ces problèmes jaillissent automatiquement sur le coût de revient du bien immobilier et par conséquent sur son prix de vente final.**

## ■ ... et qui continuent à augmenter après la révolution

Ceci-étant, après la révolution ces problèmes se sont amplifiés pour plusieurs promoteurs immobiliers ce qui a entraîné une baisse de l'offre. Parallèlement, la demande a freiné un peu mais n'a pas baissé autant que l'offre, ce qui a maintenu et renforcé la pression sur les prix de l'immobilier. Ceci est expliqué par plusieurs points :

■ Premièrement, l'absence d'alternatives d'investissement rentables. En effet, avec la tendance négative de la bourse de Tunisie, les investisseurs se sont orientés vers le marché immobilier, considéré comme valeur refuge;

■ Deuxièmement, et comme précédemment précisé, l'accès à la propriété est culturellement ancré dans les mentalités tunisiennes, indépendamment de toute logique économique. Mais les nouvelles mesures et restrictions de la Banque Centrale de Tunisie pourraient ralentir aussi la demande dans les mois qui viennent.

**L'accès à la propriété est culturellement ancré dans la mentalité du tunisien, indépendamment de toute logique économique**

■ Troisièmement, l'afflux massif des libyens en Tunisie a exercé une autre dynamique sur le marché. Malgré les restrictions, ils ont pu acquérir des biens immobiliers en Tunisie et d'autre part plusieurs tunisiens ont profité de cette « manne » pour acquérir des biens immobiliers en vue de les louer par la suite aux libyens.

## ■ Mais des solutions existent

Ainsi, en l'absence d'encadrement de la part de l'Etat, le marché de l'immobilier ne peut pas rester livré à la seule loi du marché. Pour lutter contre la spéculation effrénée sur le logement en Tunisie, plusieurs mécanismes peuvent intervenir dans ce domaine à l'instar des taxes, subventions, impôts, taux d'intérêts, etc... A titre d'exemple, dans le système fiscal tunisien, les impôts sur la propriété sont quasiment inexistantes alors qu'ils sont bien appliqués dans certains pays développés comme la France, les Etats Unis etc...

**Les perspectives du secteur restent bonnes et tributaires de la situation économique et politique du pays.**

Par ailleurs, il faudrait aussi pallier à la rétention foncière et immobilière qui provoque aussi une pression sur le prix de l'immobilier. La taxation des terrains non bâtis et/ou des logements non occupés pourrait bien être une solution.

L'Etat doit aussi réorganiser le marché immobilier et le structurer de manière à renforcer les barrières à l'entrée et limiter la spéculation foncière en renforçant et contrôlant le rôle de l'AFH.

L'Etat doit œuvrer pour diversifier l'offre de logements de manière à ce que toutes les classes de la population puissent trouver un logement adapté à leurs ressources financières. Il devrait aussi mettre en place des mécanismes afin d'augmenter la capacité de production de logements sociaux et économiques et renforcer le rôle des opérateurs publics dans ce domaine (SNIT, SPROLS) en plus des promoteurs privés afin de réduire le déficit en logement pour les classes moyennes et/ ou défavorisées et diminuer en contrepartie la pression spéculative sur les prix de la location.

Pour ce qui est des perspectives, les attentes restent optimistes et on s'attend encore à une croissance du secteur immobilier à moyen et long termes. A court terme, les professionnels s'attendent à un fléchissement de la demande et de l'offre également, ce qui conduira fort probablement à une stabilisation au niveau des prix. La reprise du secteur reste tributaire de la situation socio-économique et politique du pays mais aussi des décisions pragmatiques pour remédier aux faiblesses et lacunes du secteur immobilier en Tunisie.



# APERÇU GÉNÉRAL SUR LES SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES COTÉES

Malgré le nombre important de promoteurs immobiliers que compte le secteur et le poids du secteur BTP dans le PIB national, l'immobilier est très faiblement représenté sur la bourse de Tunis.

Uniquement trois sociétés sont cotées, avec une capitalisation boursière 147 MDT soit à peine **1%** de la capitalisation boursière totale (à la date du 14 Novembre 2012). Les bénéfices des sociétés immobilières, en 2011, ont affiché un repli de 10,41% à 9,93 MDT soit seulement **1,82%** de la capacité bénéficiaire de l'ensemble du marché.

L'indice **Tunindex** a entamé l'année 2012 avec une pente généralement haussière expliquée par la tendance générale du marché qui a été boostée par l'apparition de signes de reprise de la situation économique du pays. A la date du 27 Juillet 2012, l'indice du marché a touché son seuil le plus haut de l'année en affichant un rendement de 11,53% comparé au début de l'année contre une légère hausse (+4,87%) pour l'indice bâtiment et matériaux de construction.

Par la suite, le Tunindex s'est inscrit dans une tendance baissière suite aux troubles sociaux et politiques qui règnent dans le pays. Les investisseurs étaient inquiets sur la situation sécuritaire surtout après les événements de l'ambassade américaine. Même après cet événement, de nombreuses nouvelles ont négativement influencé le marché boursier à savoir :

■ La révision à la baisse, par Standard&Poors, de la notation du secteur bancaire tunisien à (BB/stable/B) et le classant dans le groupe « 8 », constitué des pays à « risque très élevé ».

■ La publication du rapport de l'Observatoire de la Conjoncture Economique (OCE) de l'INS qui déclare une situation économique assez alarmante pour le mois de Septembre 2012.

■ L'agence de notation Fitch Ratings a mentionné dans son dernier rapport que les incertitudes maintiennent la notation de la Tunisie sous pression.

## ■ COMPORTEMENT BOURSIER DES SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES COTÉES

En date du 14/11/2012	Cours	YTD	Capi (MTND)	+ Haut 2012	+ Bas 2012	vol. moyen/j
ESSOKNA	10,95	<b>63,4%</b>	39,50	11,70	9,69	6585
SIMPAR	70,00	<b>39,0%</b>	63,00	72,93	48,19	1383
SITS	3,42	<b>-3,1%</b>	44,46	4,00	3,13	26614

Tous ces éléments ont contribué à réduire la performance de l'indice Tunindex de 11,53%, à la date du 27 Juillet 2012, à 3,64% à la date du 14 Novembre 2012, soit une glissade de 7,9 points de pourcentages en 74 jours de bourse.

Sur les neuf premiers mois de l'année 2012, les sociétés du secteur ont affiché une nette croissance de 50 % de leurs revenus par rapport à la période correspondante en 2011 (de 28,15MDT au 30/09/2011 à 42,23 MDT au 30/09/2012) et une hausse importante de 42,4% de l'Excédent Brut d'Exploitation (de 7,63 MDT au 30/09/2011 à 10,87 MDT au 30/09/2012). Ces évolutions, qui ont touché les trois sociétés, témoignent encore une fois de la reprise du secteur de l'immobilier tunisien, en 2012, et de ses perspectives prometteuses.

## ■ RATIOS DE VALORISATION DES SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES COTÉES

	P/E 2012e	P/BV 2012e	ROE 2012e	Yield 2012e	EV/EBE 2012e
ESSOUKNA	10,4	1,4	16,0%	2,6%	7,7
SIMPAR	11,9	1,9	18,9%	2,1%	10,2
SITS	13,4	1,2	10,5%	2,9%	17,0
<b>Médiane du secteur</b>	<b>11,9</b>	<b>1,4</b>	<b>16,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>10,2</b>

Les cours des valeurs immobilières ont bien reflété cette situation dans la majorité des cas. ESSOUKNA affiche actuellement la plus forte performance du secteur soit +63,4%. Le titre s'est inscrit dans une tendance haussière atteignant son plus haut (11,40DT) au cours du mois de Juillet. Le titre SIMPAR a été aussi haussier avec un rendement de plus de 39%. Par contre SITS, affiche un rendement annuel de -3,1 % (à la date du 14/11/2012), reflétant encore une moindre rentabilité et rentabilité de la société par rapport à ses pairs.



# Société Immobilière et de participations «SIMPAR»

**Secteur :  
Bâtiment et matériaux  
de construction**

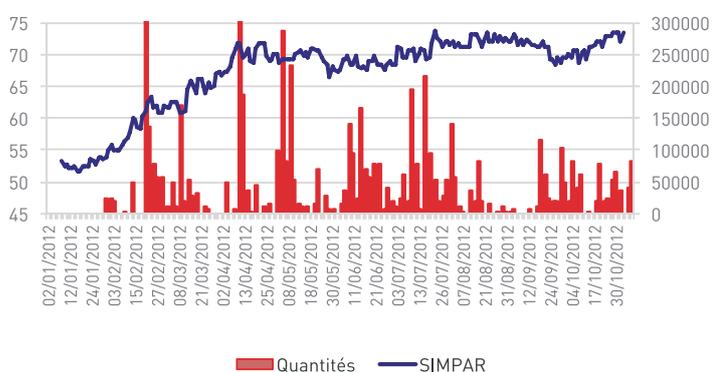
Recommandation	CONSERVER
Cours cible	64 DT
Cours actuel	70 DT
Potentiel de hausse/ baisse	- 9%
<b>Actionariat</b>	
Groupe BNA	42,05 %
Sté C.T.A.M.A	9,94 %
Autres actionnaires :	47,80 %
<b>Données Boursières</b>	
Nombre de titres	900 000
Valeur Nominale	5 DT
Cours actuel (14/11/2012)	70,0 DT
Capi Boursière	63 MDT
Rendement 2012	
SIMPAR	+ 39,0 %
TUNINDEX	+3,64 %
Plus Haut (ajusté)	72,93 DT
Plus Bas	48,19 DT
Volume moyen / jour	1 383 actions

## Recommandation Boursière

Grâce à une assise financière solide, un stock foncier important et une gestion des cycles des projets immobiliers permettant une récurrence des revenus, la SIMPAR reste une bonne valeur de fonds de portefeuille assurant une rémunération du capital chaque année et une rentabilité financière des plus élevées du marché.

En bourse, le titre affiche un niveau de valorisation relativement bas en terme de multiples du bénéfice (P/E 2012e de 12x) compte tenu de l'importante capacité bénéficiaire de la société. Alors que le multiple des capitaux propres dépasse la moyenne du secteur (P/BV de 1,9x pour la SIMPAR contre 1,5x pour la moyenne du secteur). A ce niveau de cours, nous recommandons de «conserver» le titre.

## Evolution du cours



## ■ Présentation de la société

- La SIMPAR a été créée en 1964 à l'initiative de la BNA et a été cotée à la bourse de Tunis en 1996. C'est la plus grande société immobilière cotée avec une capitalisation boursière de près de 62 MDT et un capital social de 4,5 MDT divisé en 900 000 actions d'une valeur nominale de 5 DT chacune.
- Le groupe BNA reste l'actionnaire de référence de la SIMPAR avec une participation de 42,05%. La Caisse Tunisienne d'Assurances Mutuelles Agricoles C.T.A.M.A est actionnaire à hauteur de 9,94% et le reste du capital, soit 47,8% est détenu par le public.

## ■ Le modèle d'affaires

- La SIMPAR, et comme son nom l'indique, opère aussi bien dans la promotion immobilière que dans l'activité de participation. La promotion immobilière reste la principale source de revenus, soit près de 93%. Le reste est généré par l'activité de participation, avec un portefeuille titres de participation de 8,85 MDT, à fin 2011.
- Le modèle d'affaires de la SIMPAR est basé essentiellement sur le résidentiel avec une très faible part pour le commercial. L'essentiel des réalisations est situé dans la zone du Grand-Tunis avec quelques projets à Nabeul, Hammamet et Sousse. La SIMPAR opère également dans le segment du très haut de gamme et dans certains cas dans l'économie améliorée.

## Chiffres clés

En MDT	2011 R	2012 E	2013 E
Revenus	17,9	22,1	24,2
EBE	5,5	7,6	8,5
Résultat Net	4,5	5,0	5,8
<b>Capitaux propres</b>	<b>29,3</b>	<b>32,9</b>	<b>37,2</b>

## Ratios de valorisation

En MDT	2011 R	2012 E	2013 E
EV / CA (x)	4,3	3,5	3,2
EV / EBB (x)	14,0	10,2	9,0
P / E	14,0	12,5	10,9
P / B	2,2	1,9	1,7
DY (%)	2,1 %	2,1 %	2,5 %
ROE	18,2 %	18,0 %	18,5 %

## ■ LES PRINCIPAUX PROJETS DE LA SOCIÉTÉ

### Projets en cours de construction

PROJET	EMPLACEMENT	NATURE DU PROJET
ELYES	Les Jardin de Carthage	Résidentiel Haut Standing
LE CRISTAL	Les Collines d'El Manar	Résidentiel Très Haut Standing
GALAXIE 1	Route Raoued	Résidentiel Economique Amélioré
VENUS	Les Jardin de Carthage	Résidentiel Très Haut Standing
BOUSTEN 3	La Soukra	Résidentiel Standing

### Projets en cours d'étude

PROJET	EMPLACEMENT	NATURE DU PROJET
HC2	Les Jardin d'El Menzah	Résidentiel Haut Standing
CHOTRANA 1	La Soukra - Chotrana	Résidentiel semi-collectif
GALAXIE 2	Route Raoued	Résidentiel Standing
GALAXIE 3	Route Raoued	Résidentiel Standing
EHC 1 2	Les Jardin d'El Menzah	Résidentiel Standing

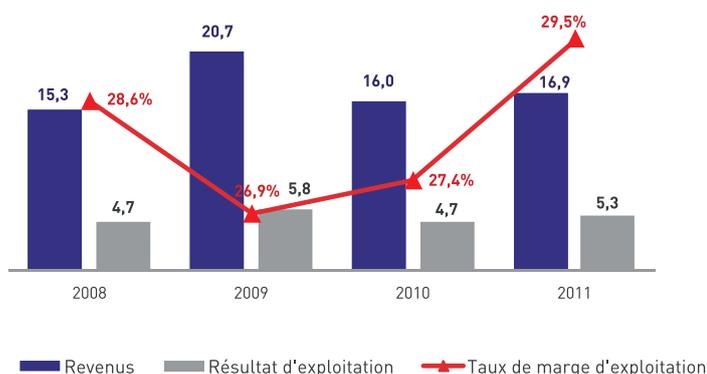
## ■ Analyse des comptes

• En 2011, la SIMPAR a enregistré des revenus de 17,97 MDT en légère hausse par rapport à 2010 (17,14 MDT) mais loin du pic atteint en 2009, soit 21,78 MDT.

• L'essentiel des revenus en 2011, soit 94%, provient de la vente de logements et commerces des projets achevés. Les produits des participations se sont élevés à 0,96 MDT, représentant 5,36 % des produits d'exploitation constatés au titre de l'exercice 2011.

• Avec des charges d'exploitation en légère progression de 1,7% en 2011, le résultat d'exploitation a été en hausse de 12,8% à 5,29 MDT. A ce niveau, la SIMPAR affiche un pic au niveau de la marge d'exploitation avec un taux de marge de 29,4%.

## ■ EVOLUTION DES REVENUS 2008-2011 (EN MDT)



• Le résultat net de l'exercice a enregistré une belle progression de 59% à 4,51 MDT favorisé d'une part, par la hausse du résultat d'exploitation et d'autre part par la constatation de plus-values sur cession des titres BNA.

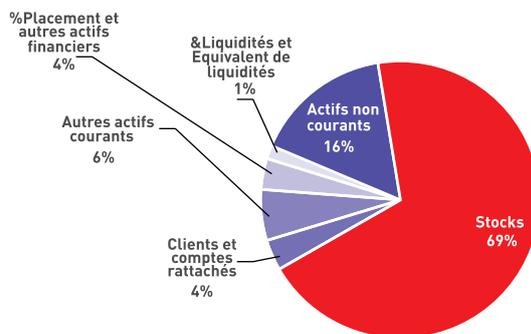
• Avec la nette amélioration du résultat net en 2011, la rentabilité des actifs (ROA) est passée de 5% en 2010 à 6,8% en 2011 mais reste encore au-dessous de 7,1% enregistré en 2009. Par contre, la rentabilité des capitaux propres (ROE) s'est élevée à 18,2% en 2011 soit le niveau le plus élevé sur la période 2009-2011.

• Au 31/12/2011, le total actifs a augmenté de 16% pour s'élever à 64,95 MDT. La progression provient essentiellement de l'augmentation de 16% du stock, qui représente 69,3% du total actifs, et notamment du stock des travaux en cours.

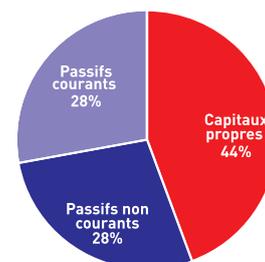
• Le portefeuille «titres de participations» s'élevait à 8,86 MDT représentant 13,4% du total actifs.

• De l'autre côté, la société encourt des dettes bancaires de l'ordre de 17,4 MDT au 31/12/2011, soit 26,4% du total bilan. Ceci étant, le ratio dettes nettes/fonds propres se situe dans une position confortable de 0,48x en 2011.

## ■ STRUCTURE DU BILAN EN 2011



## Structure des actifs



## Structure capitaux propres et passifs

## ■ Réalisations au 3T2012

• 2012 s'annonce bonne pour la SIMPAR en termes de revenus. Déjà au 30/09/2012, les ventes se sont élevées à 15,05 MDT contre 10,7 MDT au 30/09/2011, en hausse de 51%. Les promesses de vente fermes à fin septembre totalisent 2,55 MDT.

• Cette progression des revenus a été accompagnée par une croissance importante de l'Excédent Brut d'Exploitation de près de 53% au cours de la même période. L'EBE à fin septembre 2012 s'élève à 5,07 MDT en dépassement déjà de l'EBE de l'année pleine 2011 (4,5 MDT).

• L'activité de la société a été marquée aussi sur les neuf premiers mois de l'année par :

- le démarrage des travaux de construction d'un projet de promotion immobilière totalisant 5 300 m<sup>2</sup> de plancher aux Jardins de Carthage, ainsi que le démarrage de la première tranche du projet Chotrana1;

- le lancement de l'appel d'offres d'un projet totalisant 6 400 m<sup>2</sup> aux Jardins d'El Menzah , et d'un appel d'offres des travaux de construction de

la deuxième tranche du projet Route de Raoued totalisant 17 000 m<sup>2</sup> de plancher;

- l'obtention du permis de bâtir d'un projet de 11 000 m<sup>2</sup> de plancher à réaliser sur les collines d'El Manar.

• La SIMPAR a encore consolidé son stock foncier par l'acquisition de trois lots de terrains d'une superficie totale de 15 506 m<sup>2</sup>.

## ■ INDICATEURS D'ACTIVITÉ AU 3T2012 (EN MDT)



EN MDT	3T2010	3T2011	3T2012	2011	Var
STOCKS EN COURS	14,2	19,1	33,5	25,3	32,2%
STOCKS PRODUITS FINIS	10,3	14,4	4,5	10,7	-58,0%
STOCKS TERRAINS À BÂTIR	14,9	10,5	17,3	9,7	78,3%

## ■ Prévision 2012 et perspectives d'avenir

• Avec un important stock foncier, et compte tenu des projets en cours de commercialisation, ceux en cours de réalisation et ceux au stade d'étude, la société estime pouvoir réaliser, un chiffre d'affaires annuel bien au dessus des 20 MDT sur les trois prochains exercices.

• En tenant compte de la flambée des prix des matériaux de construction, de la concurrence dans le secteur et de la cyclicité du métier, nous avons estimé un TCAM des bénéficiaires sur la période 2011-2014 de 20% (hors la plus value sur cession réalisée en 2011). Ainsi en 2012, nous estimons que la société affichera un résultat net de 5 MDT en hausse de 12% par rapport à 2011 (et de 55% hors la plus value de cession de 1,3 MDT réalisée en 2011).

## ■ Comportement Boursier

• Malgré une année 2011 difficile au niveau national et sur le plan boursier, le secteur immobilier en Tunisie a été épargné comme en témoigne le comportement boursier des valeurs cotées du secteur. La SIMPAR a réalisé une performance boursière de 27,65% contre une baisse de 7,63% du TUNINDEX. Cette belle performance a été portée par l'amélioration des résultats de la société avec un taux de réalisation du chiffre d'affaires en dépassement des prévisions, soit +106%.

• La bonne tenue du titre s'est prolongée en 2012. Le cours

s'est inscrit dans un couloir haussier tout au long du premier semestre 2012 atteignant ainsi un plus haut niveau de 72,93 DTN au terme de la première semaine du mois d'Avril 2012. A la date du 14 Novembre 2012, l'action SIMPAR affiche un rendement supérieur de 39% par rapport au début de l'année contre 3,64% pour le TUNINDEX. Malgré cette hausse du cours, les niveaux de valorisation de la SIMPAR restent peu élevés vue l'importante capacité bénéficiaire de la société. Actuellement, le titre traite avec un PER12e de 12x. Par contre, la SIMPAR est échangée à un multiple des capitaux propres P/B12e de 1,9x supérieur à la moyenne du secteur (P/B12e de 1,5x pour le secteur). Vu les fondamentaux solides de la société, l'importance de son stock foncier et son portefeuille projets, nous recommandons de « **Conserv**er » la valeur.

En MDT	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenus	21,8	17,1	18,0	22,1	24,2	26,5
Progression		-23%	59%	23%	10%	10%
Marge Brute	6,7	5,8	7,3	9,8	10,9	11,9
Progression		-13%	27%	34%	11%	10%
Taux de marge Brute	30,7%	33,8%	40,8%	44,3%	44,9%	45,0%
Résultat d'exploitation	5,9	4,7	5,3	7,4	8,1	9,0
Progression		-20%	13%	40%	9%	12%
Taux de marge d'exploitation	26,9%	27,4%	29,5%	33,5%	33,3%	34,0%
Résultat de l'exercice	3,7	2,8	4,5	5,3	5,8	6,6
Progression		-23%	59%	17%	10%	13%
Taux de marge Nette	16,8%	16,5%	25,1%	23,9%	24,0%	24,8%

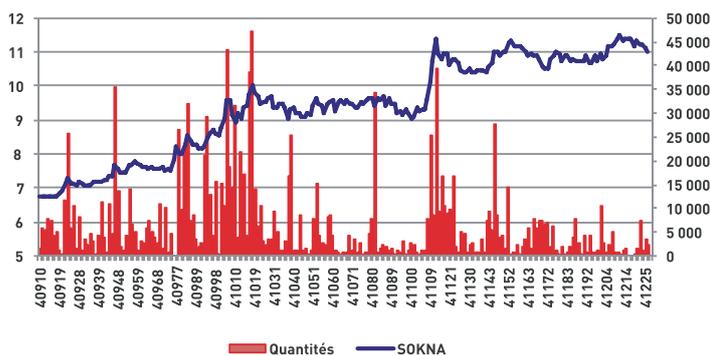
Source : Prévisions MAC SA

# La Société ESSOUKNA

**Secteur :**  
**Bâtiment et matériaux  
de construction**

Recommandation	ACHETER
Cours cible	12,26 DT
Cours actuel	10,95 DT
Potentiel de hausse/ baisse	12%
<b>Actionariat</b>	
SIMPAR	69,63 %
Autres actionnaires :	30,37 %
<b>Données Boursières</b>	
Nombre de titres	3 607 500
Valeur Nominale	1 DT
Cours actuel (14/11/2012)	10,95 DT
Capi Boursière	39,5 MDT
Rendement 2012	
ESSOUKNA	<b>63,41 %</b>
TUNINDEX	<b>3,64 %</b>
Plus Haut (ajusté)	11,7 DT
Plus Bas	9,69 DT
Volume moyen / jour	6 585 actions

## Evolution du cours



## Chiffres clés

En MDT	2011 R	2012 E	2013 E
Revenus	20,0	22,0	21,0
EBE	5,3	6,0	6,6
Résultat Net	3,8	4,1	4,5
Capitaux propres	23,9	27,9	32,2

## Ratios de valorisation

En MDT	2011 R	2012 E	2013 E
EV / CA (x)	2,2	2,0	1,9
EV / EBB (x)	8,2	7,1	5,7
P / E	10,5	9,6	7,4
P / B	1,7	1,4	1,2
DY (%)	2,6 %	2,6 %	2,6 %
ROE	19 %	17 %	19 %

## Recommandation Boursière

Dans un contexte boursier incertain, où les bonnes opportunités d'investissement se font rares, nous pensons que ESSOUKNA reste une bonne valeur. Notre recommandation d'acheter le titre repose sur (1) les fondamentaux solides de la société : une situation financière confortable et un stock foncier important lui permettant une pérennité de l'activité, et (2) ses niveaux de valorisation attractifs (P/E de 10,4x contre 12x pour la moyenne du secteur et 16x pour l'ensemble du marché). En 2011, le titre a bel et bien résisté à la chute générale du marché et a réalisé un rendement de 38,9%. La tendance haussière s'est prolongée en 2012 (+ 64%) reflétant la confiance des investisseurs dans les fondamentaux et les perspectives de la société.

## ■ Présentation de la société

- Créée en 1983 à l'initiative de la Société Immobilière et de Participations « SIMPAR », et sous l'égide de la BNA, la société ESSOUKNA est un promoteur immobilier agréé.

- A sa constitution, le capital social de la société s'élevait à 0,8 MDT divisé en 80 000 actions de valeur nominale 10 DT et détenu majoritairement (99,74%) par la SIMPAR. Après plusieurs opérations de cession et de souscriptions, le capital social de la société s'élève actuellement à 3,607 MDT divisé en 3 607 500 actions de nominal 1 DT. La SIMPAR est devenue actionnaire à hauteur de 69,63% dans ESSOUKNA.

## ■ Le modèle d'affaires

- La société ESSOUKNA a réalisé, depuis sa création, plusieurs projets immobiliers essentiellement basés sur le Grand-Tunis et aussi sur les zones touristiques de Nabeul et Sousse. Elle est orientée vers une diversification de ses produits en construisant des logements sociaux, économiques et de standing et aussi des locaux destinés au commerce et aux bureaux.

- Faisant partie du groupe SIMPAR, la société ESSOUKNA bénéficie des effets de synergie avec les autres sociétés du groupe et notamment le financement auprès de la BNA.

## ■ LES PRINCIPAUX PROJETS DE LA SOCIÉTÉ

### Projets en cours de construction

PROJET	EMPLACEMENT	NATURE DU PROJET
TAOUHIDA	Mourouj V	Résidentiel collectif
FAIDA	Mourouj V	Résidentiel collectif
ZAHRET EL HADEYEK	Ain Zaghouan	Résidentiel Très Haut Standing
IMMAM SAH-NOUN	kairouan	Résidentiel Très Haut Standing

### Projets en cours d'étude

PROJET	EMPLACEMENT	NATURE DU PROJET
BOUSTEN 3	La Soukra	Résidentiel semi-collectif
EHC 21	Mourouj V	Résidentiel collectif
EHC 20	Mourouj V	Résidentiel collectif

## ■ Analyse des comptes

• A l'instar des autres sociétés immobilières, les performances de la société ESSOUKNA restent influencées par la nature même de son activité. En effet, la réalisation de projets qui s'étalent sur plusieurs exercices, fait que les bénéfices apparaissent en «dents de scie».

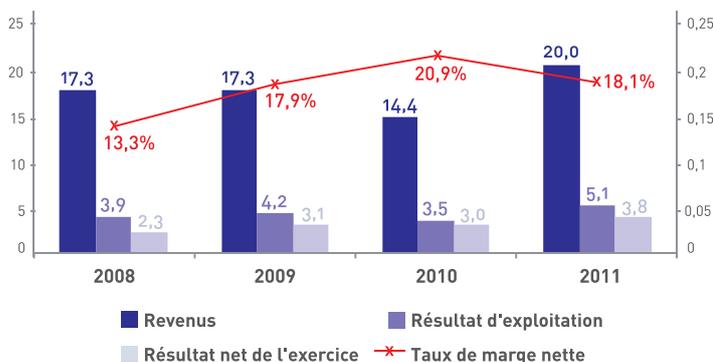
• L'année 2010, a été soldée par un chiffre d'affaires de 14,6 MDT, en repli de 16,65% par rapport à 2009 expliqué principalement par des retards de réalisation enregistrés au niveau de certains projets.

• Néanmoins, la société a pu rattraper son retard en 2011 comme en témoigne l'évolution de +39,2% du chiffre d'affaires qui a atteint un niveau record de plus de 20 MDT.

• En dépit de l'augmentation des charges d'exploitation, ESSOUKNA a dégagé un résultat d'exploitation de 5,06 MDT contre 3,53 MDT une année auparavant, soit une amélioration de 43,18%.

• Avec la hausse des charges financières et le repli des autres gains ordinaires en 2011, le résultat net a évolué moins rapidement que le résultat d'exploitation, soit +20,44% à 3,62 MDT.

## ■ EVOLUTION DES REVENUS 2008-2011 (EN MDT)



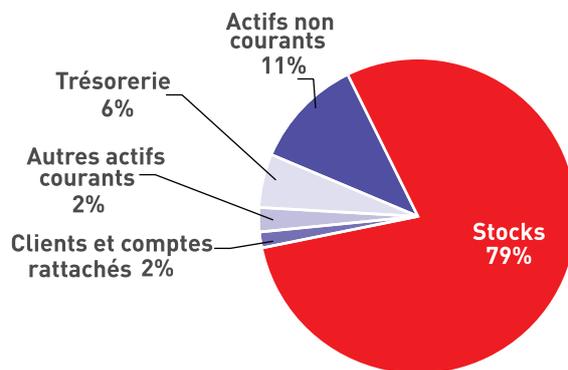
• En 2011, le total actifs de la société ESSOUKNA s'élevait à 38,06 MDT formé à hauteur de 80% de stocks.

• Par ailleurs, les capitaux propres de la société représentent 63% du total bilan. L'endettement bancaire

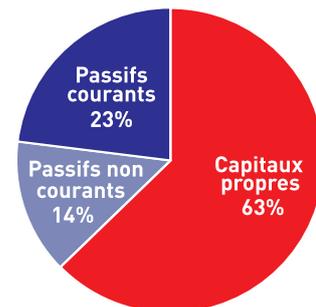
(Long et court terme) s'élève à 6,3 MDT en 2011 contre 13,24 MDT en 2010 et représente 44% du passif de la société et 17% du total bilan. Le net repli de l'endettement bancaire a permis de contenir le niveau du gearing (endettement net/fonds propres) à 0,18x contre 0,5 x en 2010.

• Le repli du total actifs et l'amélioration du résultat net ont permis d'augmenter la rentabilité des actifs (ROA) de ESSOUKNA de 6,08% en 2010 à 9,5% en 2011. La rentabilité des capitaux propres a été aussi améliorée et s'est située à 17,9% en 2011 soit une progression de 1,3 point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

## ■ STRUCTURE DU BILAN EN 2011



## Structure des actifs



## Structure capitaux propres et passifs

## ■ Réalisations au 3T2012

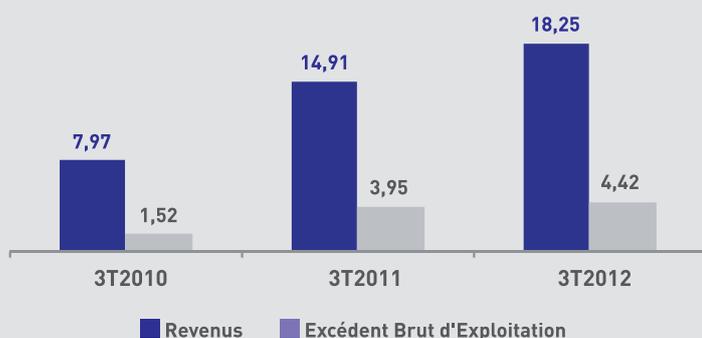
• Courant les neuf premiers mois de l'année 2012, le taux de réalisation du C.A par rapport aux prévisions s'élève à 110% (18,25 MDT de ventes contre 16,53 MDT de prévisions) et le C.A a enregistré un taux d'accroissement de 22% par rapport à la même période de l'année précédente. A la fin de la période, ESSOUKNA disposait encore de 3,47 MDT de promesses de ventes fermes.

• Au terme des neuf premiers mois de 2012, ESSOUKNA a dégagé un Excédent Brut d'Exploitation de 4,42 MDT en hausse de 11,8% par rapport à la période correspondante en 2011. Ceci étant, le taux de la marge d'EBE a été en repli passant de 26,5% au 30/09/2011 à 24,2 % au 30/09/2012.

• Courant le premier semestre 2012, ESSOUKNA a renforcé son stock foncier par la signature de contrats d'achat de cinq lots de terrains totalisant une valeur de 9,42 MDT. A fin septembre 2012, le stock de terrains à bâtir s'élevait à 13 MDT.

• La société a obtenu également les P.V de recollement pour quatre projets (Deux à El Mourouj V, un aux Jardins de Carthage et un à L'Aouina).

## ■ INDICATEURS D'ACTIVITÉ AU 30/09/2012 (EN MDT)



EN MDT	3T2010	3T2011	3T2012	2 011	Var
STOCKS EN COURS	14,7	17,5	15,0	21,9	-31%
STOCKS PRODUITS FINIS	12,1	8,8	5,9	5,1	16%
STOCKS TERRAINS À BÂTIR	3,7	3,6	13,0	3,3	295%

Source : Indicateurs d'activité 3T202

## ■ Prévisions 2012 et perspectives d'avenir

• ESSOUKNA dispose à ce jour, des réserves foncières lui assurant plus de cinq années d'activité et lui permettant d'atteindre un chiffre d'affaires de 22 MDT à partir de 2012. Actuellement, dix projets immobiliers sont en cours de construction et onze autres projets sont en cours d'étude et constitueront une partie de son chiffre d'affaires pour les exercices 2013, 2014 et 2015.

• Compte tenu des bonnes réalisations sur les neuf premiers mois de 2012 et du dépassement des objectifs en termes de ventes, du stock de terrains destiné à la construction ainsi que les projets en cours d'achèvement, le futur s'annonce prometteur pour la société ESSOUKNA.

• La concrétisation de ces prévisions reste tout de même tributaire de l'évolution du contexte politique et économique du pays ainsi d'une stratégie commerciale agressive.

• En tenant compte de la flambée des prix des matériaux de construction, de la concurrence dans le secteur et de la cyclicité du métier, nous avons estimé un TCAM des bénéfices sur la période 2011-2014 de 11%. Ainsi en 2012, nous estimons que la société affichera un résultat net, de 4,1MDT en hausse de 27% par rapport à 2011.

En MDT	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenus	17,35	14,38	20,01	22,00	22,50	23,00
Progression		-17%	39%	10%	2%	2%
Marge Brute	5,78	5,03	6,58	7,60	8,33	8,51
Progression		-13%	31%	16%	10%	2%
Taux de marge Brute	33%	34%	33%	34%	37%	37%
Résultat d'exploitation	4,17	3,53	5,06	5,44	7,46	6,77
Progression		-15%	43%	8%	37%	-9%
Taux de marge d'exploitation	24,1%	24,6%	25,3%	24,7%	33,2%	29,4%
Résultat de l'exercice	3,10	3,00	3,76	3,79	5,33	4,77
Progression		-3%	25%	1%	41%	-10%
Taux de marge Nette	17,9%	20,9%	18,8%	17,2%	23,7%	20,8%

Source : Prévisions MAC SA

## ■ Comportement Boursier

• En 2011, le titre ESSOUKNA a été parmi les rares titres qui ont résisté à la chute du marché boursier. Le cours a réalisé un rendement annuel de 38,88%. En 2012, le cours a continué sur sa lancée en affichant un rythme de progression remarquable, en gagnant plus de 64% par rapport au début de l'année et s'échangeant actuellement à ses plus hauts niveaux historiques.

• En date du 14/11/2012, le titre a clôturé à 10,95 DT, soit un multiple des bénéfices P/E 2012e de 10,4x et un multiple des capitaux propres PBV 2012e de 1,65x (contre un PER12e de 12x et un P/B12e de 1,5x pour le secteur). Malgré le niveau de rendement élevé du cours en 2011 et notamment 2012, nous estimons que la société ESSOUKNA est sous évaluée compte tenu de sa capacité bénéficiaire. Nous recommandons la valeur à l'**ACHAT** et jugeons qu'elle offre encore un potentiel de hausse entre 10 et 15%.



# Société Immobilière Tuniso-Séoudienne « SITS »

**Secteur :**  
**Bâtiment et matériaux  
de construction**

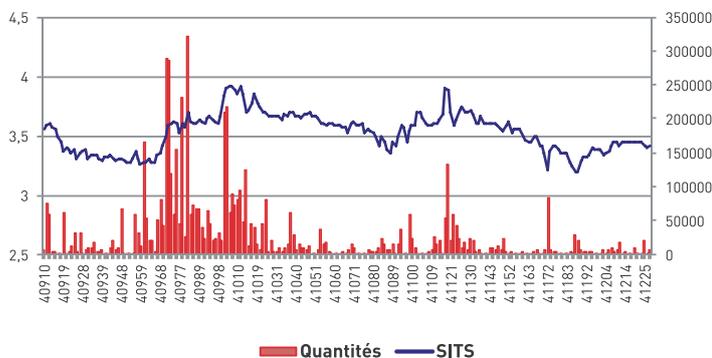
<b>Recommandation</b>	<b>ACHETER</b>
<b>Cours cible</b>	<b>3,75 DT</b>
<b>Cours actuel</b>	<b>3,42 DT</b>
Potentiel de hausse/ baisse	10%
<b>Actionnariat</b>	
STUSID BANK	22,8 %
Sté Immobilière Alsaydenne	10,9 %
Akram Ziadia	7,5 %
Med Abdul Aljamaih	5,1 %
Autres actionnaires :	53,7 %
<b>Données Boursières</b>	
Nombre de titres	13 000 000
Valeur Nominale	1 DT
Cours actuel (14/11/2012)	3,42 DT
Capi Boursière	44,46DT
Rendement 2012	
SITS	<b>- 3,14 %</b>
TUNINDEX	<b>3,64 %</b>
Plus Haut (ajusté)	4,00 DT
Plus Bas (ajusté)	3,13 DT
Volume moyen / jour	26 614 actions

## Recommandation Boursière

En raison d'un contexte exceptionnellement difficile en Tunisie en 2011, la SITS a affiché une baisse de 45% de son résultat net de l'année. Pour 2012, et notamment en 2013 avec la reprise du secteur et la mise en vente de deux nouveaux projets, la SITS reviendrait à ses niveaux de revenus et de résultat antérieurs.

En bourse, le titre a connu une correction par rapport à la baisse des résultats maintenant des niveaux de valorisation élevés par rapport à la moyenne du secteur (P/E 2012e de 13,4x contre 12x pour le secteur). Malgré cette surcote, nous recommandons d'ACHETER le titre compte tenu de son portefeuille de projets pour la période 2012-2014.

## Evolution du cours



## Chiffres clés

En MDT	2011 R	2012 E	2013 E
Revenus	10,0	19,0	24,5
EBE	2,4	4,1	4,1
Résultat Net	1,8	2,8	2,8
Capitaux propres	27,8	37,1	38,3

## Ratios de valorisation

En MDT	2011 R	2012 E	2013 E
EV / CA (x)	6,9	3,6	2,8
EV / EBB (x)	29,2	17,0	16,9
P / E	24,7	16,0	16,2
P / B	1,6	1,5	1,5
DY (%)	2,9 %	2,9 %	2,9 %
ROE	6,9 %	10,5 %	9,9 %

## ■ Présentation de la société

- La Société Immobilière Tuniso-Séoudienne « SITS » a été constituée en 1985 dans le cadre d'une coopération tuniso-séoudienne dans le secteur de la promotion immobilière avec un capital initial de 5 MDT. En 2005, la société a obtenu un certificat de norme de qualité ISO 9001 et devient la première société immobilière en Tunisie à obtenir cette certification.

- Début 2006, la société a été introduite en bourse à travers une OPV et une OPS. A l'issue de cette opération le capital social a été porté à 9 MDT ouvert à hauteur de 30% au public. Afin de consolider les capitaux de la société pour assurer son développement une autre augmentation de capital a eu lieu en 2007 et une autre levée de fonds sera réalisée avant la fin de 2012 portant ainsi le capital à 15,6 MDT.

- La SITS est contrôlée principalement par la Société Tuniso-Saoudienne d'Investissement et de Développement (STUSID) et un ensemble d'investisseurs saoudiens, parmi lesquels la famille Al Saydenne (10,9%) qui opère dans l'immobilier tant en Arabie Saoudite qu'à l'étranger (Etats-Unis, Europe, Egypte et Maroc).

- Caractérisée par un portefeuille projets bien diversifié, géographiquement et en termes de vocation, les projets en cours de la SITS peuvent être résumés comme suit:

## ■ LES PRINCIPAUX PROJETS DE LA SOCIÉTÉ

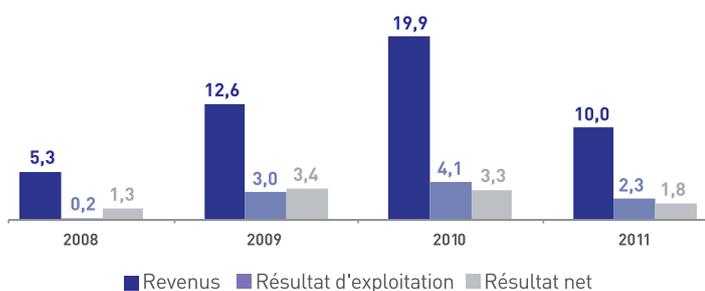
Projets en cours de construction		
PROJET	EMPLACEMENT	SURFACE COUVERTE
ICC3	Centre Urbain Nord (Tunis)	42 700 m <sup>2</sup>
CHATT EL KANTAOUI	El Kantaoui (Sousse)	33 000 m <sup>2</sup>
KHOUZEMA	Centre Urbain Nord (Tunis)	15 000 m <sup>2</sup>
NEJMET EL KANTAOUI	El Kantaoui (Sousse)	80 000 m <sup>2</sup>
SKY CENTER	Les Berges du Lac (Tunis)	30 000 m <sup>2</sup>
PANORAMA	Ennasser II	-

## ■ Analyse des comptes

• Au cours de la période 2008-2010, la SITS a bien confirmé sa bonne orientation en affichant une progression continue de son chiffre d'affaires. En effet, ses revenus sont passés de 5,28 MDT en 2008 à 19,88 MDT en 2010. Le net saut en 2010 provient essentiellement de la commercialisation du projet CLEOPATRA (Centre Urbain Nord à Tunis). Par contre, en 2011 et suite aux perturbations qu'a connues le pays, les revenus de la SITS ont chuté de 49,74% à 9,99 MDT dont 8,09 MDT proviennent des ventes de Chatt El Kantaoui. A rappeler aussi qu'à fin 2011, la société disposait de 15 MDT de promesses, de vente dont 10,7 MDT sur le nouveau projet Errihab 5 et le reste sur le projet Chatt El Kantaoui.

• En conséquence de la baisse des revenus, le résultat d'exploitation de la société SITS a signé, en 2011, une glissade de 44,36% à 2,27 MDT. Le résultat net a été aussi en net repli à 1,8 MDT, pénalisé par la baisse des revenus de participations et principalement les dividendes reçus.

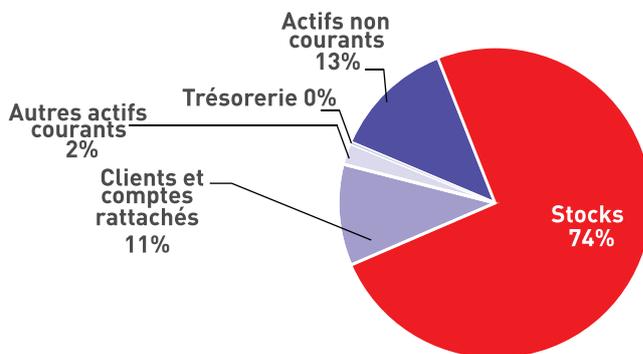
## ■ EVOLUTION DES REVENUS 2008-2011 (EN MDT)



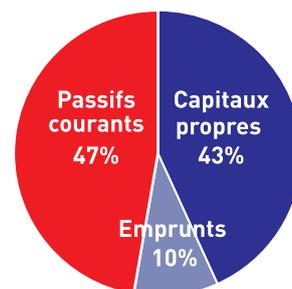
• Le total bilan a été porté de 50,53 MDT en 2010 à 64,32 MDT en 2011 suite, principalement, à la progression du stock de près de 14 MDT et notamment les travaux en cours (représentant 96,8 % du stock).

• Les capitaux propres de la SITS sont restés quasiment inchangés en 2011 s'élevant à 27,8 MDT. Par contre, l'endettement bancaire a bien progressé puisque la société a contracté des emprunts bancaires à LT de 7,4 MDT en 2011 et des dettes à CT de 6,1 MDT. A la fin de l'exercice 2011, l'endettement net a été de 24,8 MDT contre 14,55 MDT à fin 2010. Ainsi le ratio endettement net/ capitaux propres de la SITS a atteint son plus haut niveau sur les quatre derniers exercices, soit 89,2% alors qu'il était négatif en 2007. D'ailleurs pour remédier à cette situation, l'AGE du 15 juin 2012 a statué sur une augmentation de capital de 7,8 MDT.

## ■ STRUCTURE DU BILAN EN 2011



## Structure des actifs



## Structure capitaux propres et passifs

## ■ Réalisations au 3T2012

• Sur les neuf premiers mois de 2012, la SITS a réalisé un chiffre d'affaires de près de 8 MDT et dispose à la fin du mois de septembre 2012 de 24,165 MDT de promesses de vente.

• Au terme des neuf premiers mois de 2012, la SITS a dégagé un Excédent Brut d'Exploitation de 1,38 MDT, soit un taux de marge d'EBE de 17,3%, un niveau assez bas par rapport à ses réalisations antérieures et par rapport à ses pairs (SIMPAP et ESSOUKNA).

• Il est à signaler que la société dispose, à fin Septembre 2012, d'un stock de produits finis consistant, évalué à plus de 36 MDT réparti principalement sur deux constructions à savoir Chatt El Kantaoui (61% du montant total des stocks PF) et DIAR ERRIHAB 5 (32,7%). Il s'agit par contre du niveau de stock de produits finis des plus importants parmi ceux des sociétés immobilières cotées. Ceci devrait éventuellement permettre à la SITS une reprise pour cette année si elle parvient à mettre une stratégie de commercialisation plus agressive.



## INDICATEURS D'ACTIVITÉ AU 30/09/2012 (EN MDT)



EN MDT	3T2010	3T2011	3T2012	2 011	Var
STOCKS EN COURS	16,0	15,7	5,5	5,4	-1,1%
STOCKS PRODUITS FINIS	3,3	4,6	36,1	27,0	33,5%
STOCKS TERRAINS À BÂTIR	17,3	20,5	15,5	15,4	0,6%

Source : Indicateurs d'activité 3T202

## Prévisions 2012 et perspectives d'avenir

- Les perspectives de développement de la SITS restent prometteuses vue l'important potentiel du secteur de l'immobilier en Tunisie et les projets déjà finis et en cours de commercialisation.

- Pour la période 2012-2014, la société compte sur quatre grands projets à savoir :

- **RIHAB 5** : Le projet sera finalisé en 2012 mais sa commercialisation a déjà débuté. Pour ce projet, la SITS anticipe un chiffre d'affaires de 19,5 MDT avec 5,85 MDT en 2012 et le reste en 2013.

- **CHATT EL KANTAOUI** : Achevé fin 2011, le projet se situe en première position en front de mer, dans la principale zone touristique de la Tunisie et au cœur de la station balnéaire el Kantaoui. C'est un complexe résidentiel de loisirs avec une surface de terrain de 9281 m<sup>2</sup> et une surface couverte de 22 800 m<sup>2</sup> totale. Les revenus estimés de ce projet sont de 36 MDT dont 8,1 MDT déjà réalisés en 2011 et le reste des ventes s'étalera sur la période 2012-2014.

- **NEJMET EL KANTAOUI 1**: Les travaux du projet NEJMET EL KANTAOUI 1ère tranche ont commencé en Septembre 2012 et ils auront fin en Juin 2014. Cette première tranche du projet s'étale sur une superficie de 8.000 m<sup>2</sup> en plein cœur de la zone touristique d'El Kantaoui à Sousse, et dans le circuit touristique du bord de mer. Les prévisions des ventes tablent sur un montant de 34 MDT, dont 10,2 MDT en 2014.

- **PANORAMA ENNASR** : Les travaux débiteront en Mars 2013 et ils s'achèveront fin 2014 sur une superficie de 3.844 m<sup>2</sup>. Il se situe à Cité Ennasr à proximité de Hédi Nouira. Il est prévu que ce projet va générer des revenus de 16,7 MDT dont 5 MDT en 2014.

- En termes de chiffre d'affaires prévisionnel, la société devrait afficher un pic des ventes en 2013 atteignant ainsi 24,5 MDT suite à la mise en vente des projets Rihab 5 et Chatt El Kantaoui.

- Avec des stocks de terrains importants et localisés dans des endroits stratégiques, la SITS continuera dans les années à venir son expansion et profitera inévitablement de la reprise de l'économie.

En MDT	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenus	12,6	19,9	10,0	19,0	24,5	21,0
Progression		58%	-50%	90%	29%	-14%
Marge Brute	2,9	4,9	2,9	4,1	5,7	5,4
Progression		67%	-40%	41%	37%	-5%
Taux de marge Brute	20%	24%	26%	19%	22%	24%
Résultat d'exploitation	3,0	4,1	2,3	4,0	4,0	4,4
Progression		38%	-44%	75%	0%	11%
Taux de marge d'exploitation	23,5%	20,5%	22,7%	20,9%	16,2%	21,0%
Résultat de l'exercice	3,4	3,3	1,8	2,8	2,8	3,1
Progression		-4%	-45%	54%	-1%	12%
Taux de marge Nette	27,2%	16,6%	18,1%	14,6%	11,2%	14,7%

Source : Prospectus d'augmentation de capital - Déc 2012



• En tenant compte de la flambée des prix des matériaux de construction, de la concurrence dans le secteur et de la cyclicité du métier, nous avons estimé un TCAM des bénéfices sur la période 2011-2014 de 19,7%. En 2012, et sur la base du business Plan communiqué par la SITS, le résultat net sera en hausse de 54% à 2,77 MDT.

## ■ Comportement Boursier

• En 2011, SITS a affiché un rendement de 10,67% , une performance bien au-dessous de ses pairs du secteur, mais qui peut être considérée appréciable vue le rendement réalisé par le TUNINDEX.

• En 2012, et durant les quatre premiers mois de l'année, SITS a évolué à un rythme largement supérieur à celui du Tunindex. Le cours a affiché une nette tendance haussière pour atteindre son niveau le plus élevé en franchissant le seuil des 4 DT (4,03 DT) au cours du mois d'Avril. Un reversement de tendance a été constaté par la suite et le titre s'échange à la date du 14 Novembre 2012 à 3,42 DT, soit -3,14% par rapport au début de l'année.

• A ce niveau de cours, le titre SITS s'échange à un multiple des bénéfices 2012e de 13,4x et un multiple des capitaux propres PBV 2012e de 1,2x (contre un PER12e de 12x et un P/B12e de 1,5x pour le secteur). En attendant les réalisations de la société au 31/12/2012 et notamment en 2013, nous recommandons d'ACHETER le titre avec un potentiel de hausse de plus de 10% par rapport au cours actuel.





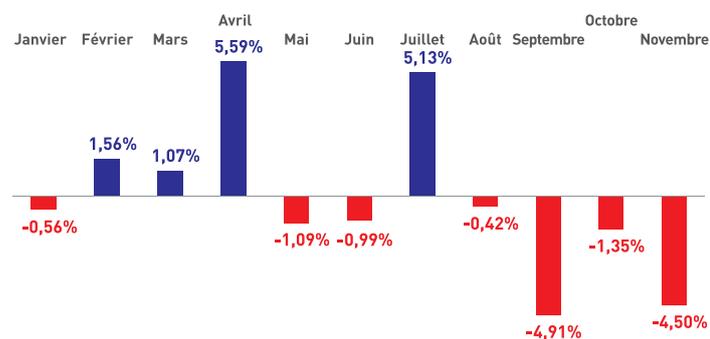
## ACTUALITÉ

# Bourse de Tunis

## Réalisations des onze premiers mois de 2012

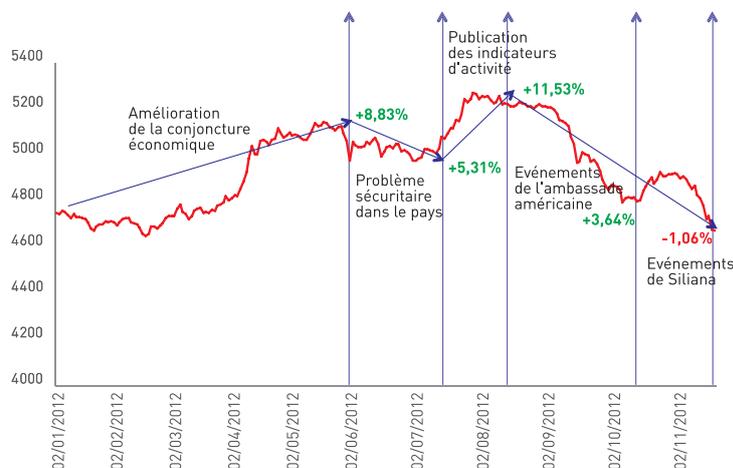
Après sa baisse en 2011, l'indice Tunindex est parvenu, en 2012, à redresser la barre en signant un mouvement haussier qui s'est déclenché à la fin du mois de Février et s'est poursuivi jusqu'au mois de Mai, pour réaliser un rendement de 8,83% en date du 16/05/2012. Cette hausse est expliquée par l'apparition de signes de reprise économique tels que confirmés par les chiffres de l'INS.

### EVOLUTION MENSUELLE DE L'INDICE TUNINDEX



Par la suite, le Tunindex a perdu une partie de sa performance mais il est tout de même resté dans le territoire positif. Ce changement de trajectoire serait dû aux perturbations sécuritaires qui ont affecté le comportement des investisseurs. Après un retour au calme entre Juillet et Août, l'indice a remonté la pente et a affiché un rendement depuis le début de l'année de 11,53% à la date du 27 juillet 2012.

### EVOLUTION DU TUNINDEX 2012



Les indicateurs d'activité du premier semestre 2012 sont venus aussi pour rassurer les investisseurs puisqu'ils affichaient, dans leur majorité, une croissance des revenus. Ces indicateurs ont été jugés par l'ensemble des opérateurs du marché comme positifs compte tenu des difficultés qu'a traversé le pays. 11 sociétés seulement ont signé une variation négative de leurs revenus semestriels.

Le changement radical dans le mouvement de l'indice s'était déclenché après les événements de l'ambassade américaine survenus à la date du 14 septembre. L'indice n'a cessé depuis de chuter pour perdre à fin septembre plus de la moitié de son rendement réalisé jusqu'à cette date. Le rendement est ramené à 3,64% au terme du mois d'octobre. Pour le mois de Novembre, la tendance était morose surtout au cours de la deuxième quinzaine pour finir le mois en repli de 4,5%. Le climat socio-politique

et les événements du gouvernorat de Siliana auraient plombé le moral des investisseurs. Ce dernier déclin a entraîné le TUNINDEX dans le territoire négatif pour afficher un rendement annuel de -1,06%.



## ■ PERFORMANCE DES BOURSES ARABES

MSCI INDEX	1 an	3 ans	5 ans	YTD
Bahrein	-25,9%	-27,9%	-27,9%	-8,4%
Egypte	-48,8%	-9,4%	-11,9%	33,0%
Maroc	-18,8%	-6,2%	0,7%	-12,6%
<b>Tunisie</b>	-10,6%	8,0%	4,1%	-1,1%
Emirates Arabes Unis (Dubai)	-19,7%	1,1%	-17,9%	18,8%
Pays GCC ex Arabie Saoudite	-16,3%	1,1%	-7,9%	
Pays arabes ex Arabie Saoudite	-22,6%	-1,5%	-7,7%	

En date du 30 novembre 2012

Comparée aux autres bourses arabes et notamment l'Egypte, la bourse de Tunisie reste à la traîne. La Tunisie et l'Egypte ont connu tous les deux, en 2011, une révolution et une transformation catégorique dans leur système

politique avec l'arrivée au pouvoir des partis islamiques. L'indice de la bourse égyptienne est parvenu, en 2012, à effacer les pertes de 2011 en signant une hausse remarquable de 33% au terme des onze premiers mois de 2012,

sous l'effet d'une meilleure visibilité. Alors que la bourse tunisienne est restée dans une tendance oscillatoire qui dépend directement de la situation socio-politique du pays.

## ■ Evolution des principaux indicateurs du marché boursier

La capitalisation boursière du marché s'est élevée à 14 115 MDT, à fin novembre 2012, en léger repli de 2% par rapport son niveau de fin 2011. Malgré l'introduction de deux valeurs (AMS et Hexabyte) avec des capitalisations respectives de 45 MDT et 15 MDT et les augmentations de capital d'ICF, SOTUVER et Tunis Ré, la capitalisation boursière a été affectée par la baisse des cours de certains poids lourds à l'instar de PGH, BIAT, Attijari Bank, CC, UBCI, etc.

Valeur	Rendement	Capitalisation (MDT)
BT	+13,82%	1344
PGH	-13,21%	1251
BIAT	-17,06%	1028
AB	+9,69%	705
TIJARI	-17,34%	614

Le taux de la participation étrangère dans la capitalisation boursière s'est maintenu presque inchangé aux alentours des 20%. Une stabilité due principalement aux participations stratégiques dans certaines valeurs (UIB, UBCI, SFBT, Attijari Bank, etc). Pour les autres, et à l'exception de la SOMOCER, il n'y a pas eu de changement radical dans la participation étrangère.

Statistiques	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Capitalisation boursière (MDT)	6 495	8 301	12 227	15 281	14 452	14 115
Participation étrangère en % CB	27,8%	24,7%	21,9%	20,2%	20,2%	20,2%
Nombre de sociétés cotées	50	51	53	57	58	60
Nombre de jours de cotation	249	246	250	251	238	230
Volume moyen/jour (MDT)	3,67	8,57	7,26	10,76	7,05	7,05
Nombre de titre moyen/jour	279 735	702 597	758 275	1 083 187	1 066 908	888 148

Source : BVMT, MAC SA (Les chiffres de 2012 sont arrêtés au 30/11/2012)



## ■ Comportement des indices sectoriels

Le secteur des services financiers a été le secteur le plus lésé avec une régression de son indice de près de 10%, une baisse qui a légèrement pesé sur le rendement du Tunindex. Les cours boursiers des sociétés de leasing et des compagnies d'assurances ont été touchés par le manque de visibilité sur l'évolution de l'économie tunisienne et surtout par le resserrement de la liquidité.

Indice	YTD
Société financières	-6,39%
Banques	-6,37%
Assurance	-1,69%
Services financiers	-9,99%
Services aux consommateurs	17,19%
Distribution	19,97%
Biens de consommation	11,54%
Automobile et équipementiers	3,09%
Agroalimentaire et boissons	10,36%
Industries	-2,50%
Batiment & mat. de construction	-3,71%
Matériaux de base	-0,48%

Source : BVMT, MAC SA (Chiffres fin Novembre)

L'indice du secteur bancaire affiche au terme du mois de Novembre un repli de 6,37%. Ce rendement est considéré comme une vraie contre-performance en comparaison avec les années précédentes. Le manque de liquidité sur le marché et les nouvelles décisions prises en matière de gestion de risque à travers les provisions collectives, ainsi que la mauvaise tenue des banques publiques (STB -22,77%; BNA -21,99%; BH -29,17%) seraient à l'origine de la timide variation de l'indice des banques.

L'indice services aux consommateurs a été le plus performant avec un rendement de 17,19% à la fin du mois de Novembre porté par les bonnes performances de toutes les sociétés qui le compose et notamment ARTES (+23,68%) et MAG (+24,27%).

## ■ Les attentes pour les mois à venir

Sur le plan national, tant que la situation socio-politique n'est pas stabilisée et la visibilité de la prochaine étape n'est pas claire, la situation économique et notamment boursière ne peut être totalement cernée. Ceci étant, certains facteurs peuvent stimuler le marché dans les mois à venir :

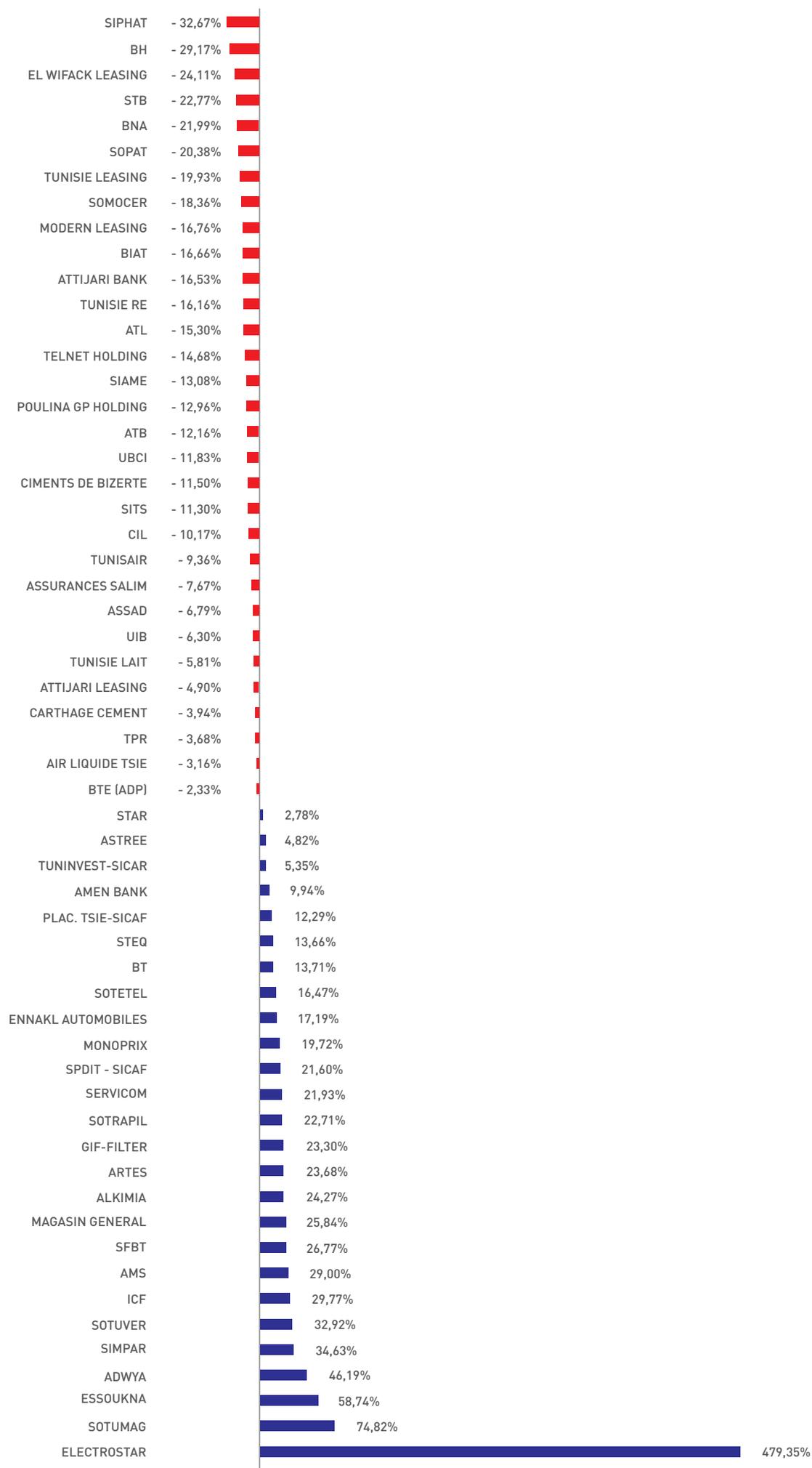
- **Les nouvelles introductions en bourse et les augmentations de capital** prévues peuvent dynamiser le marché et drainer plus de liquidité sur le marché boursier. Il est prévu dans la période à venir l'introduction en bourse de quelques sociétés comme Land'Or, Hannibal Lease, Syphax Airlines, le concessionnaire automobile KIA, Bitakati, INPACKT, etc. Les levées de fonds en numéraires prévues pour les prochains mois concernent : Carthage Cement (80 MDT), AMS (6 MDT), SITS (7,8 MDT) STB (110 MDT), UBCI (34 MDT), ATL (18 MDT), Tunisie Leasing (22 MDT), Electrostar (10,5 MDT).

- **La publication des indicateurs d'activité au 31/12/2012** et les états financiers de l'exercice 2012 : déjà les indicateurs d'activité du 3<sup>ème</sup> trimestre 2012 ont affiché un niveau de croissance de plus de 15% au niveau des revenus des sociétés cotées avec une évolution positive des revenus de 51 sociétés contre 7 baisses. Normalement le dernier trimestre 2012 confirmera la hausse des revenus et on s'attend à une année 2012 nettement meilleure que 2011 mais il faudrait aussi comparer par rapport à 2010, pour s'assurer que les sociétés ont retrouvé leur situation d'avant la révolution. Par ailleurs, l'analyse doit être faite au niveau des « bottom lines » pour s'assurer aussi de la rentabilité car il faut bien préciser que les effets des augmentations salariales, et les coûts des risques et de refinancement vont lourdement peser sur les bénéfices des sociétés.

- **La finalisation de la procédure de cession des parts de l'Etat dans Carthage Cement** qui est prévue avant la fin du mois de Janvier 2013, une cession qui suscite l'intérêt de plusieurs investisseurs, locaux et étrangers. La finalisation de l'opération induit certainement un engouement pour la valeur sachant qu'une levée de fonds pour boucler le schéma de financement du projet est aussi prévue pour le début de l'année.



## ■ RENDEMENT DES VALEURS AU 30 NOVEMBRE 2012



# L'indice «TUNINDEX»

## Indice Tunindex

Clôture (23/11/2012): 4 812,96 points

## Tendance CT: Haussière

Support 1/2 : 4 792,25 points / 4 700 points

## Tendance LT: Baissière

Résistance 1/2 : 4 996,16 Pts / 5 061,48 points

### COMPOTEMENT DE L'INDICE TUNINDEX (CONFIGURATION SUR UNE ÉCHELLE EN WEEKLY)





# Stratégie et Conseil

## ■ Un indice à son plus bas depuis novembre 2011

Le TUNINDEX a d'abord affiché une reprise au cours de la première semaine de 2012. Mais la bonne orientation n'a pas été confirmée et l'indice s'est inscrit rapidement dans une tendance généralement baissière sous l'effet des inquiétudes des investisseurs.

L'indice a poursuivi son repli depuis la résistance des 5 292,65 points (en date du 03/08/2012) pour rallier la zone de support à 5 118,56 points (correspondant au seuil 61% des retracements de Fibonacci). L'indice s'est encore enfoncé dans le rouge franchissant ainsi à la baisse le cap des 5 000 points pour attaquer le niveau de support des 4 767,75 points.

Toutefois, une franche rupture de ce niveau de support pourrait annuler toute perspective de rebond et entraînerait une accélération baissière en direction du support suivant soit 4 700 points.

Pour les moyennes mobiles, le croisement à la baisse de la moyenne CT avec celle à LT (le 28/09/2012), traduit la baisse de l'indice. Cette tendance a été bien confirmée avec une moyenne mobile 50 jours supérieure au chandelier.

## ■ Des indicateurs globalement baissiers

Le MACD est négatif et inférieur à sa ligne de signal. Cette configuration dégrade les perspectives de l'indice à très court terme.

Se situant dans la zone d'indécision, le RSI ne donne pas un signal clair et se dirige vers la zone de survente.

Le stochastique n'est pas parvenu à entamer la zone de survente, il a vite changé de direction vers le bas en croisant la ligne pointillée (% de D).

## ■ Une légère correction à CT est prévisible

Dans l'attente d'une meilleure visibilité et une certaine stabilité sur la scène socio-politique, on pourrait prévoir un rebondissement vers la fin de l'année en direction de la résistance des 4 993 points dans un premier temps, avec un objectif intermédiaire de 5 000 points ensuite l'indice pourrait attaquer progressivement le niveau cible des 5 061,48 points.





# L'indice « Industries »

**Indice Tunindex**  
Clôture (26/11/2012): 2 007,53 points

**Tendance CT: Baissière**  
Support 1/2 : 1 947,63 points / 1 931,40 points

**Tendance LT: Haussière**  
Résistance 1/2 : 2 019,74 points / 2 072,89 Points

## COMPOTEMENT DE L'INDICE INDUSTRIEL ( CONFIGURATION SUR UNE ÉCHELLE EN WEEKLY )





## Stratégie et Conseil

En 2012, l'indice du secteur industriel a suivi une tendance oscillatoire. Après avoir commencé l'année sur une pente baissière, l'indice s'est redressé par la suite et a atteint deux pics majeurs (le 27/04/2012) et (le 03/08/2012) suivis par deux phases baissières.

Les deux phases haussières ont coïncidé avec l'appréciation des cours des valeurs les plus actives du secteur à l'instar de **SOMOCER**, **Carthage Cement** et **AMS**. Ces valeurs ont toutes affiché des performances particulières lors des périodes de pics déjà mentionnés.

### ■ Les indicateurs techniques évoluent en ordre dispersés

Alors que le Stochastique et le RSI évoluent à la baisse, le MACD reste sans véritable tendance proche de son niveau 0 et sous sa ligne de signal.

La MM-7J a croisé à la baisse la MM-21J, un fait qui confirme la dynamique baissière à CT. Par contre, la MM-50J évolue au-dessous du chandelier, favorisant un potentiel de hausse à court et moyen terme.

### ■ L'enfoncement du support à 1 949,88 pts accélérerait la baisse de l'indice

Techniquement, le chandelier a butté contre le support des 1 913,80 points au mois de janvier 2012 sans pour autant le franchir. Actuellement, les cours évoluent au sein d'un canal horizontal dont la résistance et le support s'élèvent respectivement à 2 072,89 points et 1 949,88 points.

Les cours ont attaqué les 23,6% du retracement de Fibonacci à 2 010,58 points, reflétant un signal négatif. Toute nouvelle baisse à partir de ce niveau pourrait créer un pull back baissier et créer ainsi une nouvelle dynamique négative en direction du support hebdomadaire de 1 950,05 points.

### ■ Tendance future encore baissière

La baisse devrait se poursuivre en dépit de certaines améliorations fondamentales et techniques. La tendance de fond reste pénalisée par l'enfoncement de certains seuils permettant aux cours de rebondir plus durablement. Le mouvement baissier devrait donc se poursuivre jusqu'aux supports hebdomadaires à 1 947,63 points et à 1 931,40 points et ce avant de se corriger en direction de la barre des 2 019,74 points.





[www.macsa.com.tn](http://www.macsa.com.tn)

**MAC SA – TUNIS**

Green Center Bloc C, 2<sup>ème</sup> étage  
Rue du Lac Constance  
1053 Les Berges du Lac - Tunisie  
Tél: (+216) 71 137 600  
Fax: (+216) 71 960 903  
Email: [macsa@macsa.com.tn](mailto:macsa@macsa.com.tn)

**MAC SA – EL MENZAH**

N°16 Avenue Othman Ibn Afen - Menzah 5  
1004 Tunis - Tunisie  
Tél: (+216) 71 137 666  
Fax: (+216) 71 230 431  
Email: [macsa@macsa.com.tn](mailto:macsa@macsa.com.tn)

**MAC SA – SFAX**

Immeuble Olivia, Rue Carthage  
Début Gremda Escalier A - 1<sup>er</sup> étage N°4  
3002 Sfax - Tunisie  
Tél: (+216) 74 440 772  
Fax: (+216) 74 400 774  
Email: [macsa.sf@macsa.com.tn](mailto:macsa.sf@macsa.com.tn)