Analyse Valeur - SIMPAR

Département Recherches & Etudes

Analyste chargé de l'étude : Hamza BEN TAARIT

20 Juillet 2015

Acheter

Tout l'attrait de la « pierre - papier »

Au cœur de la dynamique du secteur immobilier, le groupe SIMPAR s'est imposé comme un acteur incontournable de la promotion immobilière.

Disposant des bons leviers de croissance (une stratégie de diversification du géographique, une intégration poussée des métiers du développement immobilier, une assise foncière conséquente), le groupe est bien armé pour sortir d'une période creuse de l'immobilier.

Dans le sillage de résultats 2014 décevants, le titre SIMPAR a subi une importante correction de 14% depuis le début de l'année. Une réaction qui nous paraît « disproportionnée » comparativement aux fondamentaux actuels du groupe et à sa capacité à retrouver une bonne dynamique de croissance dans les années à venir.

Traitant à 0.4x son Actif Net Réévalué 2014, le titre SIMPAR recèle un important potentiel de revalorisation sur le marché.

Compte tenu des fondamentaux solides de la SIMPAR, de son appartenance à un secteur défensif et de sa valorisation attractive, nous recommandons **un positionnement à l'« Achat » sur la valeur.**

- **Prix : 46.000DT**
- **Capitalisation Boursière : 51 MDT**

Ratios boursiers au 20/07/2015

	SIMPAR	Immobilier coté *
PER 2015e	10.7x	11.2x
P/B 2014	0.7x	0.8x
P/ANR 2014 **	0.4x	0.4x
Yield 2014	3.0%	3.6%
Yield 2015e	3.3%	3.9%
Performance YTD	-13.6%	-6.5%

(*): L'échantillon du secteur immobilier coté tient compte des sociétés ESSOUKNA, SIMPAR et SITS,
(**): Actif Net Réévalué.

Présentation du groupe:

Bras immobilier de la BNA et leader incontesté de la promotion immobilière tunisienne, SIMPAR est un groupe de douze sociétés opérant dans deux principaux métiers :

o **La promotion immobilière :** Cœur de métier historique du groupe, l'activité génère plus de 97% de ses produits d'exploitation. Cumulant plus de quatre décennies d'expérience dans le développement immobilier, SIMPAR se distingue, aujourd'hui, comme étant un des promoteurs les plus actifs et les plus intégrés dans les différents métiers de l'immobilier (Promotion, location, lotissement et engineering des projets immobiliers), ce qui réduit sa dépendance vis-à-vis des sous-traitants. L'existence de plusieurs sociétés exerçant le même métier dans le groupe est motivé, d'une part, par la quête du dégrèvement fiscal et, d'autre part, par la recherche de synergies, résultant des achats regroupés de terrains et de la réalisation de projets conjoints.

o **La prise de participation :** Le groupe exerce à titre accessoire l'activité de placement. Contribuant faiblement à ses revenus, cette activité lui permet de se distinguer par rapport aux promoteurs « purs » et de jouer la carte de la diversification patrimoniale.

Si l'activité de SIMPAR reste dominée par le logement résidentiel au détriment de l'immobilier commercial, l'opérateur immobilier s'est orienté, depuis quelques années, vers la diversification de son offre de produits en élargissant sa couverture géographique et en intervenant sur tous les segments de la promotion immobilière.

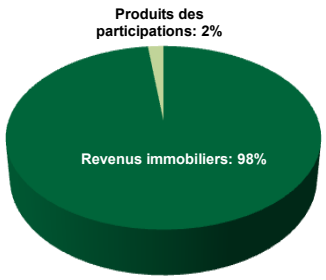
Actionnariat : (Décembre 2014)

- BNA : 30%
- C.T.A.M.A: 11%
- Société Zied: 10%
- Autres actionnaires: 49%

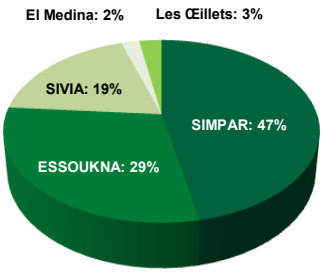
Axant son activité sur la promotion immobilière, SIMPAR tire sa force de la complémentarité de ses métiers.

Une stratégie de diversification qui dote le groupe SIMPAR d'une plus grande flexibilité en matière de choix du standing

Structure des revenus du groupe SIMPAR en 2014



Contribution des entités du groupe dans le chiffre d'affaires consolidé en 2014



La société mère et sa filiale ESSOUKNA demeurent les entités les plus actives du groupe

■ Analyse financière du groupe:

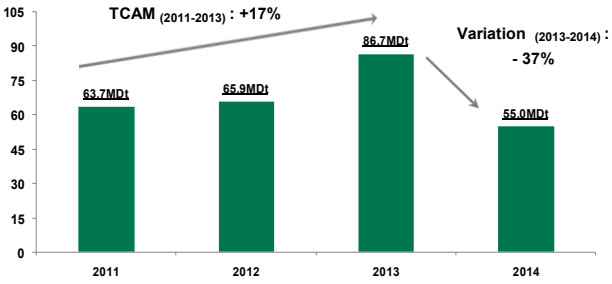
Après avoir enchainé trois années consécutives de croissance, l'activité du groupe SIMPAR a connu un net ralentissement en 2014. Suite à la décélération des projets arrivant en stade de commercialisation, les ventes du groupe ont enregistré un fléchissement de 37% à 55MDt; un niveau non atteint par le groupe depuis 2010.

Les résultats de SIMPAR reposent en grande partie sur le contrôle de la facture d'approvisionnement. Malgré le renchérissement du coût des matières premières et des terrains, le groupe a pu dégager des niveaux de marge appréciables.

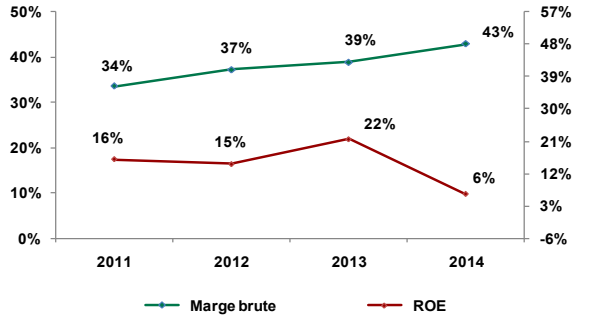
En activant le levier des synergies, le promoteur immobilier a réussi à améliorer sensiblement sa rentabilité commerciale. Avec un pic en 2014, la marge brute de la SIMPAR s'est établie à 38%, en moyenne, sur les quatre dernières années; un niveau qui se compare favorablement à l'industrie.

Grâce au soutien financier de son actionnaire de référence, la BNA, SIMPAR jouit d'un accès privilégié aux lignes de crédit bancaires lui permettant de maintenir le coût de sa dette à des niveaux acceptables et de ménager au passage sa capacité bénéficiaire. Avec une ROE moyen de 15% sur l'intervalle 2011-2014, SIMPAR affiche une rentabilité respectable.

Évolution du chiffre d'affaires du groupe sur l'intervalle 2011 - 2014

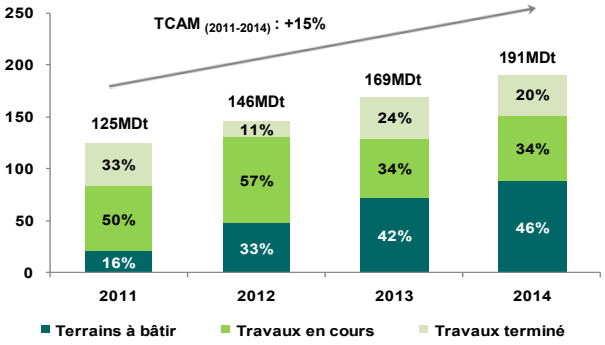


Évolution de la marge brute et du ROE du groupe SIMPAR sur la période 2011 - 2014

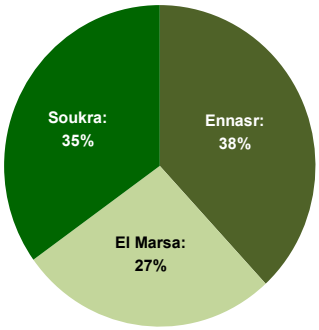


Pour avoir une meilleure réactivité par rapport au contexte économique, SIMPAR a mis en place une stratégie consistant à constituer un portefeuille équilibré de projets sur l'ensemble des segments marché de la promotion immobilière. Pour ce faire et en vue de limiter son exposition sur une seule région, SIMPAR s'est orienté à élargir le spectre de sa présence géographique. C'est dans ce cadre que s'inscrit le renforcement de la participation stratégique du groupe dans le capital d'une société de promotion touristique, opérant dans le sud du pays. Avec ses réserves foncières conséquentes de 70 hectares sur les côtes de Zarzis, cette firme pourrait contribuer à la reconfiguration de l'offre du groupe SIMPAR vers l'immobilier commercial et le lotissement de terrains à moyen terme.

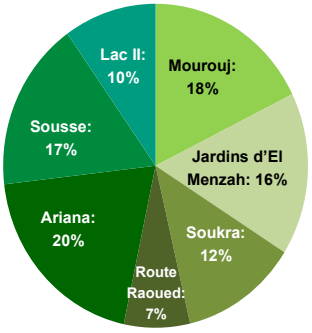
Évolution des réserves foncières consolidées du groupe sur les quatre dernières années



Répartition des projets en cours de construction de la société mère par zone géographique à fin 2014



Répartition du stock de terrains de la société mère par zone géographique à fin 2014



Combinant plusieurs projets à différents stades d'avancement, le groupe SIMPAR renforce annuellement son stock de terrains de manière à maintenir des réserves stratégiques à la clôture de chaque exercice. D'une valeur d'acquisition de plus de 190MDt, l'assiette foncière actuelle est constituée à hauteur de 46% par des terrains dont l'utilisation devrait, aisément, couvrir les développements futurs du promoteur.

La structure financière du groupe SIMPAR est typique d'une société immobilière avec un fort appétit à l'endettement. Pour accompagner l'accélération du rythme de lancement des projets générant des pressions sur la trésorerie, la dette nette du groupe a suivi un trend haussier augmentant de 15% en moyenne sur les quatre dernières années pour franchir le cap de 100MDt à fin 2014. Avec un gearing de 113%, SIMPAR affiche l'endettement le plus élevé parmi les promoteurs cotés. Toutefois, cette situation nous semble peu alarmante vu la nature fortement capitalistique de l'activité immobilière.

Analyse Valeur - SIMPAR

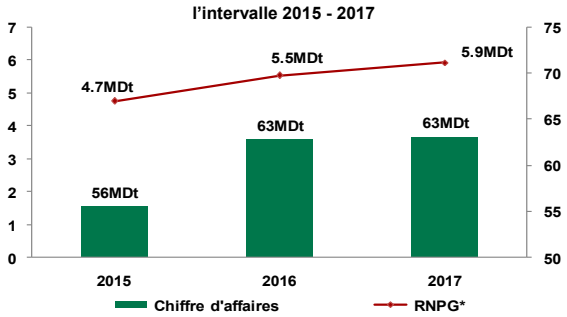
Le principal bémol du groupe SIMPAR réside dans la qualité de son portefeuille de participations. Portant sur une enveloppe de 31MDt, les participations du groupe sont davantage motivées par la quête du dégrèvement fiscal que par une recherche de rentabilité intrinsèque. Dégageant un yield moyen 1% en 2014, les participations de SIMPAR sont dans la plupart des cas peu profitables voire même déficitaires.

■ Prévisions et perspectives d'avenir

Traversant une période creuse de l'immobilier, le groupe SIMPAR sort d'une année de vache maigre dans laquelle le promoteur n'a pas pu exprimer sa pleine capacité. Nous pensons que cette tendance ne devrait pas perdurer, au regard de l'importante assise foncière du groupe.

Selon nous, le tournant stratégique de SIMPAR vers la diversification géographique et l'accélération des livraisons dans les projets en cours de construction (concentrant actuellement 34% du stock foncier total), devraient lui assurer un développement serein dans les années à venir.

Évolution du chiffre d'affaires et du RNPG de SIMPAR sur l'intervalle 2015 - 2017



(*): Résultat Net Part du Groupe

Confiants sur les perspectives d'avenir du groupe, nous estimons que le patrimoine foncier actuel sécuriserait aisément les ventes des trois prochaines années. Ainsi, nous tablons sur un chiffre d'affaires moyen de 60MDt sur l'intervalle 2015 - 2017.

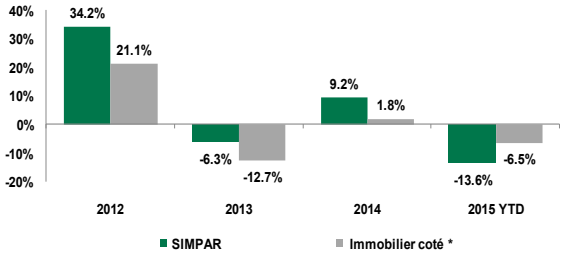
Du côté de la rentabilité, nous croyons que la SIMPAR est bien outillée pour dégager un Bottom Line moyen de 5MDt, soit une mage nette de 11%.

■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

À l'instar de toutes les valeurs immobilières, le titre SIMPAR a longtemps souffert d'une liquidité limitée entravant la progression du cours. Après avoir réalisé un parcours boursier timide en 2014 (+9%), le titre SIMPAR a connu un terrible revers, en 2015, perdant 14% de sa valeur dans le sillage de résultats 2014 décevants.

Face à la baisse « cyclique » de l'activité, la réaction du marché nous semble disproportionnée comparativement à la solidité financière du groupe et à la qualité de ses réserves foncières.

Performance du titre SIMPAR Vs immobilier coté*



(*): L'échantillon du secteur immobilier coté tient compte des sociétés ESSOUKNA, SIMPAR et SITS.

Tenant compte des spécificités de l'activité immobilière, la valorisation du groupe SIMPAR devrait davantage se fonder sur le patrimoine foncier et non sur les résultats nets dont l'évolution est, de nature, erratique. Avec une capitalisation de 51MDt, le titre s'échange à 0.4x son Actif Net Réévalué 2014, un niveau de valorisation attrayant qui laisse un important upside pour la valeur, pour un profil de risque moindre que la concurrence.

Compte tenu de la solidité des fondamentaux actuels du groupe SIMPAR, de son statut d'opérateur immobilier intégré, de son adossement à un groupe financier solide et de sa valorisation intéressante, la SIMPAR se veut un titre incontournable pour tout investissement immobilier. Un choix d'investissement qui permet de jouer une valeur « refuge » sans les obstacles de la liquidité et du ticket d'investissement.

Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat» sur le titre.

Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres en KDt	2012	2013	2014	2015e	2016p
Chiffre d'affaires	65 941	86 687	54 999	55 521	62 784
Variation	*3%*	*31%*	*-37%*	*1%*	*13%*
Marge brute	24 578	33 736	23 628	22 764	24 486
Taux de marge brute	37%	39%	43%	41%	39%
EBITDA	16 610	27 214	16 152	15 690	17 092
Variation	*10%*	*64%*	*-41%*	*-3%*	*9%*
Marge d'EBITDA	25%	31%	29%	28%	27%
Résultat net part du groupe	7 425	12 654	4 395	4 744	5 522
Variation	*2%*	*70%*	*-65%*	*8%*	*16%*
Marge nette	14%	18%	10%	10%	11%

Source: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU
Lilia KAMOUN TURKI
Aicha MOKADDEM
Hamza BEN TAARIT

Tel : 71 189 600

www.tunisievaleurs.com

Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être de confiance
Il n'est néanmoins donné aucune garantie quant à l'exactitude de ces informations.