

ACHETER

Perspectives Positives

Actionnaires

STUSID BANK	19%
Société Immobilière ALSaydenne	11%
Monsieur Akram ZIADIA	8%
Public	62%

Données boursières

Cours (03/11/2015)	1,91 Dt
Capi. boursière (mDt)	29,8 mDt
Nombre de titres	15 600 000
Performance 2015	0,32%
Haut/Bas (2015)	2,59/1,63 Dt
Vol. moyen/j (2015)	0,05 mDt

Performance	1M	YTD 2015	1 an
SITS	-6,37%	0,32%	0,84%


Chiffres clés consolidés En MDT

	2013	2014	2015e
Revenus	16,8	24,6	25,1
EBE	2,3	7,9	7,7
Résultat Net (part du groupe)	0,2	3,9	3,0
Capitaux propres	35,0	38,2	41,2
Dettes nettes	33,7	44,8	45,3

Ratios valorisation 2013 2014 2015e

Valorisation intrinsèque

VE/revenus	4,4	3,0	3,0
VE/EBITDA	32,4	9,4	9,7
Gearing	107%	138%	110%
ROE	0,5%	13,9%	9,4%

Valorisation marché

P/E (x)	ns	7,5	9,9
P/BV (x)	1,0	0,8	0,7
Rendement div	2,2%	5,2%	5,2%

RECOMMANDATION MAC SA

- Contrairement aux attentes, l'année 2014 a été un bon cru pour le groupe SITS qui a enregistré son plus haut bénéfice jamais atteint par le groupe. Une performance due essentiellement, et pour la première fois aussi, à la filiale ICC qui a largement dépassé les ventes de la société mère.
- Avec une stratégie de diversification géographique et de vocation pour ses projets (résidentiel, commercial, bureautique), un positionnement dans le haut de gamme, une assise foncière solide et une structure financière saine, le groupe SITS dispose de tous les atouts pour assurer la pérennité de son activité sur les trois prochains exercices et réduire les effets de la cyclicité de l'activité immobilière.
- En bourse, le titre SITS a connu une grande débâcle sur les trois dernières années. Il a perdu plus de 60% de sa valeur depuis le début de 2012. Mais en 2015, le marché semble avoir apprécié les bonnes réalisations au niveau du groupe et le titre a atteint un plus haut de 2,586 DT au début du mois d'août avant de replonger et de se rediriger vers les 1,91 DT actuellement (03 Novembre 2015) et effacer la performance réalisée sur l'année (YTD 0,3%). Il semblerait que le déficit de 0,5 MDT au 30/06/2015 a fortement découragé les investisseurs d'autant plus que les autres valeurs immobilières ont accusé des baisses significatives dans leurs résultats semestriels.
- Donc avec un bon rendement dividende (5,2% en 2015), un niveau de valorisation attractif (P/E 2015 de 10x), un stock foncier important et des projets dans le pipe à des emplacements plébiscités et un cours longtemps pénalisé, nous estimons que le titre SITS constitue une bonne opportunité de placement. Ainsi, nous recommandons d'ACHETER le titre à ces niveaux de cours.

PRÉSENTATION DU GROUPE SITS

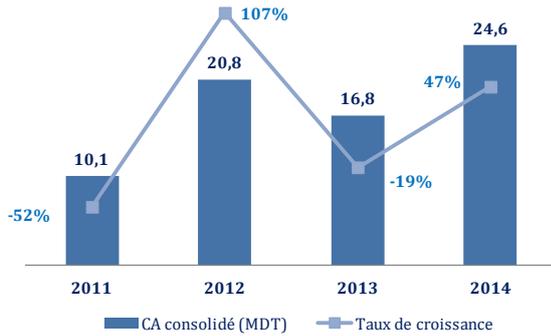
- La Société Immobilière Tuniso-Séoudienne « SITS » a été constituée en 1985 dans le cadre d'une coopération Tuniso-séoudienne dans le secteur de la promotion immobilière avec un capital initial de 5 MDT. En 2005, la société a obtenu un certificat de norme de qualité ISO 9001 et devient la première société 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 ses capitaux et pour assurer son développement d'autres augmentations de capital ont eu lieu en 2007 et en 2012 portant le capital à 15,6 MDT.
- La SITS est la seule société immobilière cotée à participation étrangère. En effet, le capital de la SITS est contrôlé principalement par la Société Tuniso-Saoudienne d'Investissement et de Développement (STUSID) et un ensemble d'investisseurs saoudiens, parmi lesquels la famille Al Saydenne (11%) qui opère dans l'immobilier tant en Arabie Saoudite qu'à l'étranger (Etats-Unis, Europe, Egypte et Maroc).
- Le groupe SITS est composé actuellement de trois sociétés : la SITS société mère, International City Center (ICC) au capital de 15 MDT détenue à hauteur de 70% par la SITS et la société « Al kabitha » au capital de 8.3 MDT détenue à hauteur de 98,79% par ICC.
- La SITS s'est assurée une forte notoriété sur le marché immobilier grâce à son positionnement sur le segment moyen et haut de gamme et grâce à un portefeuille projets bien diversifié, géographiquement et en termes de vocation.

Structure du groupe SITS


ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

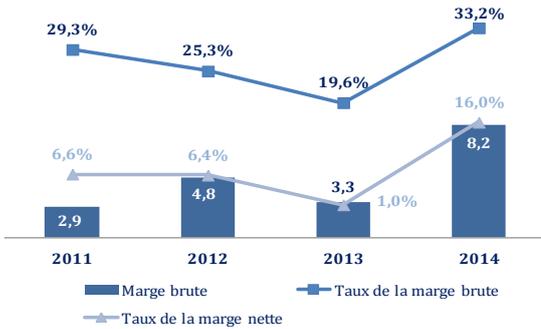
- Pour assurer sa pérennité et la continuité de son activité d'une part et pallier à la cyclicité de l'activité immobilière, le groupe a renforcé son stock foncier d'une année à l'autre pour atteindre son plus haut niveau de 92,5 MDT. Ce stock reste réparti entre les terrains, les projets finalisés et proposés à la vente et le stocks des projets en cours de construction. Ces réserves foncières sont localisées principalement dans les zones urbaines les plus demandées en Tunisie à savoir le Centre Urbain Nord, les Berges du lac, Ennasr et Sousse (El kantaoui).
- Malgré ces efforts, le facteur cyclicité n'a pas pu être évité et le CA consolidé a évolué en dents de scie courant les quatre dernières années.

Evolution du chiffre d'affaires consolidé



- En 2014, le groupe a réalisé son niveau de CA consolidé record et contrairement aux années précédentes où seule la société mère était presque le seul contributeur, c'est l'ICC qui a généré le plus gros du chiffre d'affaires soit 15,7 MDT grâce aux ventes du projet ICC III.
- D'ailleurs, ça sera le cas aussi en 2015, car si on se réfère au stock des projets en cours à fin 2014 on constate un stock de 22,63 MDT sur ICC III et 16,74 MDT sur ICC II (complexe commercial). Selon le management, l'ensemble du projet ICC devrait être commercialisé en totalité d'ici fin 2016.

Evolution des marges du groupe 2011-2014

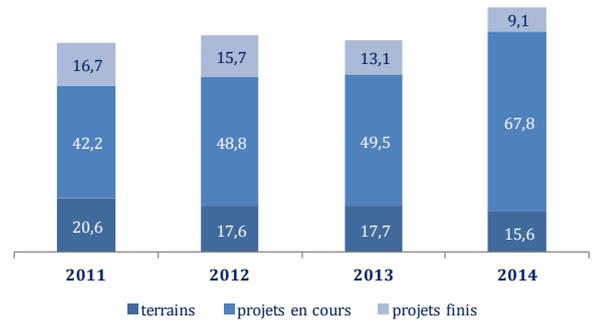


- Avec la montée en gamme des projets et grâce à un stock de terrains acquis à des prix compétitifs, le groupe a pu répercuter la hausse des prix des matières premières sur ses prix de vente et l'amélioration du volume des ventes s'est accompagnée par une amélioration du taux de la marge brute qui a dépassé les 33% en 2014.
- Les bonnes réalisations de la filiale ICC en termes de vente ont fortement impulsé les bénéfices du groupe qui a atteint un record de 3,9 MDT en 2014 soit un taux de marge nette de 16%.

PERSPECTIVES ET PREVISIONS POUR LE GROUPE SITS

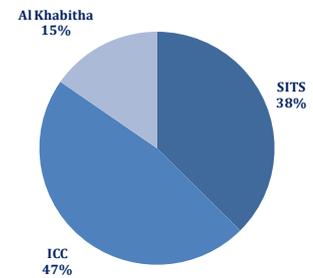
- En terme de structure financière, vue la nature même de l'activité de promotion immobilière à savoir fortement consommatrice de cash et le décalage entre l'encaissement (les ventes) et le décaissement (la construction), SITS affiche un gearing moyen de 105% sur les trois derniers exercices, un niveau relativement acceptable vue les projets en pipe du groupe et sa réserve foncière .
- Comme précisé au dessus, les projets qui sont en cours de construction à fin 2014 , permettront une certaine stabilité des revenus pour les prochains exercices dès leur entrée en phase de commercialisation. La filiale ICC continuera à être le principal générateur des revenus pour le groupe. Une fois l'ensemble du projet ICC est finalisé et totalement commercialisé, c'est la filiale "Al Khabitha" qui prendra le relais en termes de génération de revenus suite au projet "Al bouhaira" situé aux Berges du lac.

Evolution de la structure des réserves foncières du groupe SITS

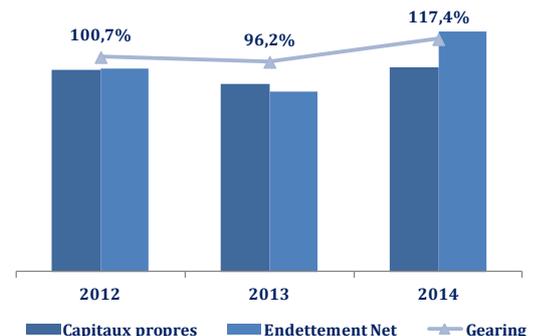


D'importantes réserves foncières pour assurer la continuité de l'activité future.

Structure des réserves foncières par filiale



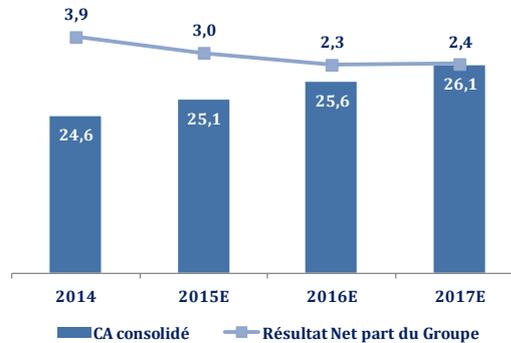
Evolution de la structure financière 2011-2014



- A signaler que la SITS a déjà commencé, au 3T2015, la commercialisation du projet Khouzema au Centre Urbain Nord dont les revenus seront comptabilisés sur l'exercice 2016.
- Ainsi nous nous attendons à ce que le groupe maintienne un CA au-dessus des 25 MDT sur les prochains exercices. Pour le bottom-line, et selon nos estimations, l'exercice 2015 sera soldé par un résultat net part du groupe légèrement au-dessus des 3 MDT. Le groupe retrouvera par la suite une capacité bénéficiaire normale qui lui permettra de dégager un taux de marge nette de 12% en moyenne.

La filiale ICC continuera à être le principal générateur de revenus pour les exercices 2015-2016

Chiffre d'affaires et Résultat net consolidé prévisionnels



RECOMMANDATION DE MAC SA

- En bourse, le titre SITS a connu une grande débâcle sur les trois dernières années. Le titre a perdu plus de 60% de sa valeur depuis le début de 2012. En 2015, le marché semble avoir apprécié les bonnes réalisations au niveau du groupe et le titre a atteint un plus haut de 2,586 DT au début du mois d'août avant de replonger et de se rediriger vers les 1,91 DT actuellement (03 Novembre 2015) et effacer la performance réalisée sur l'année (YTD 0,3%). Il semblerait que le déficit de 0,5 MDT au 30/06/2015 a fortement découragé les investisseurs d'autant plus que les autres valeurs immobilières ont accusé des baisses significatives dans leurs résultats semestriels.

Indicateurs boursiers du titre SITS

Indicateur	2011	2012	2013	2014	YTD 2015
Cours	3,085	2,725	2,25	1,904	1,91
Performance	7,72%	-11,67%	-17,43%	-15,38%	0,32%
Plus haut	3,178	3,494	3,165	2,55	2,586
Plus bas	2,269	2,629	2,137	1,606	1,634

* les cours de clôture au 31/12

** en date du 03/11/2015

- Avec une capitalisation boursière de moins de 30 MDT, le titre traite à des multiples de 10x ses bénéfices 2015e et 0,8x ses fonds propres 2014: un niveau de valorisation intéressant qui ne reflète pas les fondamentaux solides du groupe et la reprise de l'activité pour les deux prochains exercices. Ainsi, un redressement boursier nous semble possible à court terme surtout que l'action s'échange actuellement à ses plus bas niveaux sur les cinq derniers exercices.
- Il semble que le cours actuel ne valorise pas correctement le dividende à distribuer dans quelques mois et provenant des réalisations de la filiale ICC en 2014. Si l'on prend également en considération qu'elle cote en dessous de sa valeur comptable et ce malgré la réserve foncière dont dispose le groupe, nous estimons que le titre SITS constitue une bonne opportunité de placement. Ainsi, nous recommandons d'ACHETER le titre à ces niveaux de cours.

En MDT	2014	2015e	2016e	2017e
Revenus	24,64	25,13	25,63	26,14
<i>Croissance</i>	46,6%	2,0%	2,0%	2,0%
Marge brute	8,18	8,04	8,20	8,37
<i>Croissance</i>	148,7%	-1,7%	2,0%	2,0%
<i>Taux de la marge brute</i>	33,2%	32,0%	32,0%	32,0%
EBE	7,90	7,66	7,79	7,93
<i>Croissance</i>	246,1%	-3,1%	1,7%	1,7%
<i>Taux de la marge d'EBE</i>	32,1%	30,5%	30,4%	30,3%
Résultat net part du groupe	3,95	3,02	2,31	2,35
<i>Croissance</i>	2307,7%	-23,6%	-23,5%	2,0%
<i>Taux de marge nette</i>	16,0%	12,0%	9,0%	9,0%

MAC SA- Intermédiaire en Bourse

Green Center, Rue du Lac Constance
1053- Les Berges du Lac – Tunisie
Tél : + 216 71 964 102
Fax : + 216 71 960 903
Email : macsa@macsa.com.tn
Web : www.macsa.com.tn

Département Recherches

Salma Zammit Hichri
Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif
Analyste Senior
ibrahim @macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali
Analyste Junior
abdelmonam.jebali@macsa.com.tn

Rahma Tayachi
Analyste Junior
rahma.tayachi@macsa.com.tn

Informations importantes

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC.SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC.SA au profit ou envoyé par MAC.SA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC.SA se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.

MAC.SA n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.