

## Acheter

## Un rebond à l'horizon

Dupliquant le business model de sa société mère, ESSOUKNA est un groupe de quatre sociétés opérant dans le domaine de la promotion immobilière et de la prise de participations.

Opérant dans un secteur cyclique, l'activité d'ESSOUKNA a connu une baisse de régime au cours de l'exercice 2014, qui est fort susceptible de se poursuivre vu l'épuisement de son stock de projets achevés.

Confiants sur les perspectives d'avenir du groupe, nous estimons que ce fléchissement ponctuel de l'activité ne pourrait altérer la solidité du business model du promoteur immobilier. Le stock foncier actuel et la qualité des projets dans le pipe laissent augurer une forte probabilité de rattrapage en 2016.

En Bourse, le titre a subi une forte correction (-22%) qui intègre, selon nous, cette baisse pressentie de l'activité. Avec une capitalisation de 25MDt, ESSOUKNA traite à 0.5x son Actif Net Réévalué; un niveau de valorisation attractif comparé à la filière cotée.

Compte tenu de ses fondamentaux solides et de ses réserves foncières conséquentes, nous réitérons notre opinion positive sur le titre ESSOUKNA. Son bon rendement en dividendes (Yield 2015<sup>e</sup> de 4.9%) et son statut de valeur défensive plaident en faveur d'un positionnement sur la valeur.

■ **Prix** : 4.990 DT  
■ **Capitalisation Boursière** : 25 MDT

### Ratios boursiers au 25/06/2015

	ESSOUKNA	Immobilier coté *
PER 2015e	8.2x	7.0x
P/B 2014	0,7x	0,8x
P/ANR 2014 **	0,5x	0,5x
Yield 2014	4.2%	3.6%
Yield 2015e	4.9%	3.8%
Performance YTD	-22.1%	-6.5%

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

### ■ Présentation du groupe :

Filiale de la SIMPAR, elle-même dans le giron de la BNA, ESSOUKNA est active dans le domaine de la promotion immobilière et exerce, à titre accessoire l'activité de placement.

Appartenant à un groupe immobilier d'envergure, ESSOUKNA occupe une place de choix dans le paysage immobilier tunisien. Depuis sa création, le groupe a participé à l'édification de plusieurs projets immobiliers essentiellement basés dans le Grand Tunis, zone qui lui offre le plus grand potentiel de croissance.

Peu présent sur le segment commercial, le groupe a fait le choix stratégique de se positionner sur le segment « logement » en répartissant son offre de produits entre deux niveaux de standing : l'Économique & Social, d'une part, le Standing & Le Haut standing, d'autre part.

Si les segments Économique & social représentent la part la plus importante dans les revenus d'ESSOUKNA, sa rentabilité ne s'en trouve pas moins compromise. Grâce aux mécanismes de financements disponibles (Foprolos, épargne logement) qui soutiennent une forte demande pour ce type de produits, le groupe a pu réaliser des niveaux de rentabilité confortables.

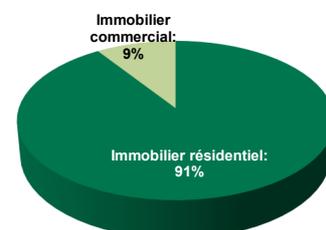
Pour contrecarrer la cyclicité de son activité, le groupe a mis en place un modèle de croissance reposant sur la constitution des réserves foncières régulières au cours de chaque exercice de manière à lisser ses ventes dans le temps. Cette stratégie n'a pas pour autant épargné le groupe d'une chute des ventes en 2014.

### Actionnariat : (Décembre 2014)

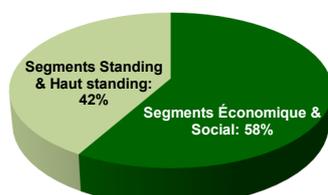
■ **SIMPAR** : 70%  
■ **Public** : 30%

ESSOUKNA est un groupe de quatre sociétés opérant dans la promotion immobilière et la prise de participations.

### Structure des ventes d'ESSOUKNA en 2014



### Répartition des projets immobilier du groupe par standing



Les segments Économique & Social représentent la part la plus importante dans l'offre de produits du groupe

## ■ Analyse financière du groupe

A l'image de toutes les sociétés immobilières, les performances du groupe ESSOUKNA demeurent influencées par la nature cyclique de son activité. Malgré les efforts entrepris pour lisser ses ventes dans le temps, la bataille contre la cyclicité n'est pas pour autant gagnée.

Après une période 2011 - 2013 caractérisée par une progression quasi-régulière des revenus (+4% en moyenne), l'année 2014 a marqué une rupture de croissance pour le promoteur immobilier. Suite à la décélération des projets arrivant à maturité, le chiffre d'affaires du groupe s'est replié de 25%, atteignant le plancher de 16MDt, soit son plus bas niveau depuis 2007.

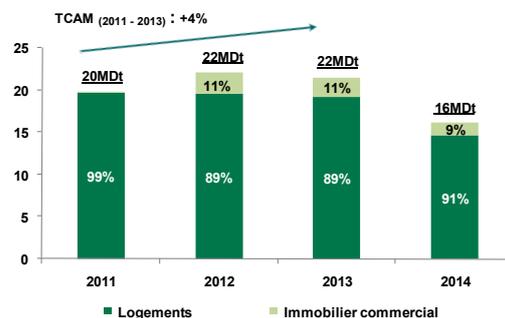
Adossé à un groupe immobilier intégré, ESSOUKNA a pu profiter des synergies avec les entités du groupe SIMPAR (mise en place de projets conjoints, achats de terrains groupés) pour maîtriser le coût de ses intrants. Malgré la flambée des prix des matières premières, le groupe a pu dégager sur les quatre années écoulés une marge brute moyenne de 38%, supérieure à la moyenne du secteur coté.

Du fait du soutien de la BNA, le groupe ESSOUKNA bénéficie de conditions privilégiées de financements bancaires qui lui permettent de comprimer ses charges financières et de dégager une solide capacité bénéficiaire. Avec une marge nette moyenne de 21% sur la période 2011 - 2014, ESSOUKNA affiche une rentabilité appréciable et stable dans le temps.

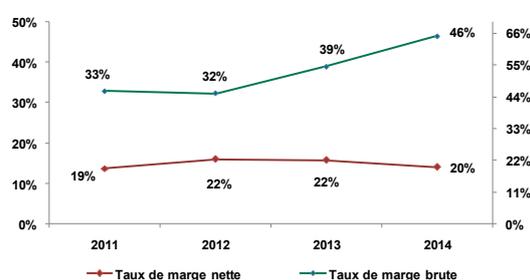
Affichant une dette nette de 35MDt en 2014 (un gearing de 102%), ESSOUKNA se distingue par un endettement financier maîtrisé par rapport à l'industrie. Pour financer son activité, le groupe compte davantage sur ses fonds propres que sur les ressources extérieures. Sur l'intervalle 2011-2014, les fonds propres d'ESSOUKNA ont financé environ 70% du total de ses besoins, témoignant de la solidité de son assise financière.

Depuis sa création, ESSOUKNA a mis en place une politique active d'acquisition de terrains, visant à maintenir des réserves foncières stratégiques à la clôture de chaque exercice. Si le chiffre d'affaires du groupe a connu une certaine volatilité, son stock foncier n'a cessé de croître. Sur les quatre dernières années, le patrimoine foncier d'ESSOUKNA a progressé de 27% dépassant la barre de 61MDt, en 2014.

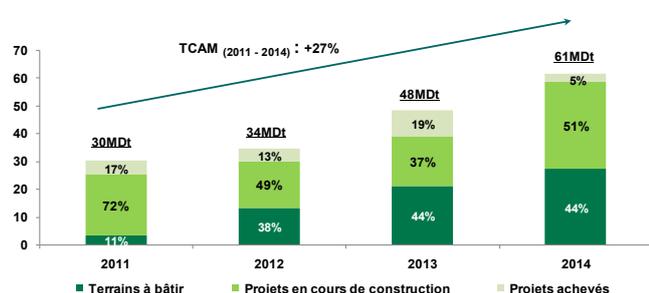
Évolution du chiffre d'affaires de ESSOUKNA sur la période 2011 - 2014



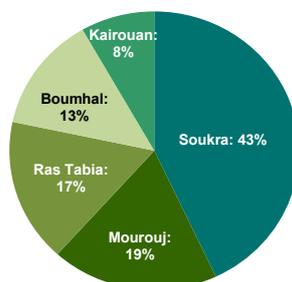
Évolution de la marge brute et de la marge nette du groupe sur l'intervalle 2011 - 2014



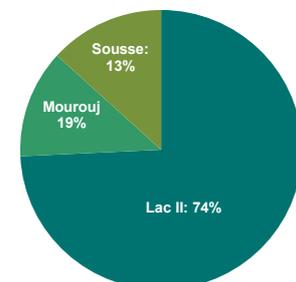
Évolution du stock foncier du groupe ESSOUKNA sur la période 2011-2014



Répartition des projets en cours de construction par zone géographique en 2014



Répartition du stock de terrains par zone géographique en 2014



Concentré dans les régions à fort pouvoir d'achat, la répartition géographique actuelle des projets en cours de construction et des terrains laisse présager une montée en puissance du « Haut Standing » dans l'offre de produits d'ESSOUKNA dans les prochaines années.

Le principal bémol dans les comptes d'ESSOUKNA réside dans la gestion de son portefeuille de participations. Contrairement à la société mère qui dispose d'un portefeuille plus diversifié, la composition du portefeuille d'ESSOUKNA présente un caractère statique. Ce dernier est investi à plus de 80% dans les entités du groupe BNA, témoignant d'une inertie dans sa politique de placement.

## ■ Prévisions et perspectives d'avenir :

Sauf improbable retournement de situation, l'année 2015 devrait s'inscrire dans la continuité de l'exercice précédent. Le ralentissement notable de l'activité sur les trois premiers mois de l'année en cours laisse entrevoir des résultats tirés à la baisse. L'activité du groupe pâtirait, encore, de la décélération des projets arrivant au stade de commercialisation et les ventes signeraient un repli de 4% à 16MDt. Toutefois, nous nous attendons à un renversement de tendance à partir de 2016.

Avec la montée en régime des projets en cours de construction (représentant à l'heure actuelle plus de la moitié des réserves foncières), les ventes d'ESSOUKNA connaîtraient un regain de dynamisme sur la période 2016 - 2017. Le groupe afficherait une croissance de son chiffre d'affaires de 11% sur le prochain triennat.

En termes de résultats, le fléchissement pressenti de l'activité en 2015 aurait un impact considérable sur les bénéfices. Nous prévoyons un Bottom Line de 3MDt pour l'exercice 2015. Toutefois, avec la reprise attendue des ventes en 2016, le groupe retrouverait les paliers de rentabilité des années fastes (2012 - 2013), franchissant le cap des 4MDt de bénéfice.

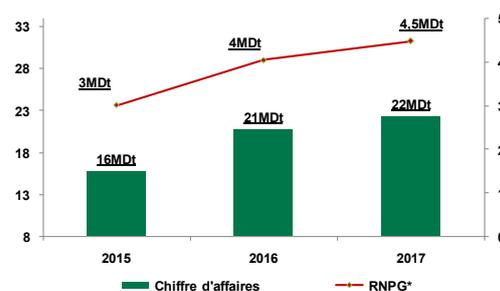
## ■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Au cours des dernières années, le cours d'ESSOUKNA a évolué dans le sens des publications. Le regain de la volatilité dans les revenus du groupe a provoqué une ruée vers les titres à plus faible profil de risque. Après s'être bien défendu en 2014 (une performance de 6%), le titre a subi une importante correction de 22% sur la première moitié de l'année en cours ramenant sa capitalisation à 25MDt.

Actuellement, le titre traite à des multiples de 0.7x ses fonds propres 2014 et de 0.5x son Actif Net Réévalué. Un niveau de valorisation intéressant qui ne reflète pas les fondamentaux solides du groupe et la reprise vigoureuse de l'activité attendue pour 2016. Ainsi, un redressement boursier nous semble possible.

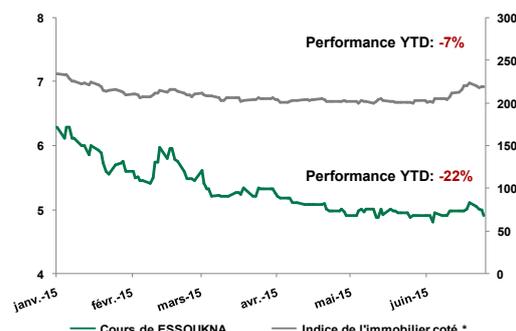
Nous voyons dans le titre ESSOUKNA une bonne opportunité de placement. Son bon rendement en dividendes (Yield 2015<sup>e</sup> de 4.9%) et sa valorisation attrayante nous confortent dans notre opinion d' « **Achat sur le titre** ».

Évolution du chiffre d'affaires et du RNPG\* prévisionnels sur la période 2015 - 2017



(\*) : Résultat Net Part du Groupe

Évolution du cours boursier d'ESSOUKNA Vs Immobilier coté \* depuis le début de l'année



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

## Prévisions de Tunisie Valeurs

Chiffres en KDt	2012	2013	2014	2015 e	2016 p
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>22 206</b>	<b>21 526</b>	<b>16 197</b>	<b>15 713</b>	<b>20 675</b>
<i>Variation</i>	<i>11%</i>	<i>-3%</i>	<i>-25%</i>	<i>-3%</i>	<i>32%</i>
<b>Marge brute</b>	<b>7 181</b>	<b>8 381</b>	<b>7 517</b>	<b>7 285</b>	<b>8 684</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>32%</b>	<b>39%</b>	<b>46%</b>	<b>46%</b>	<b>42%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5 717</b>	<b>6 784</b>	<b>5 396</b>	<b>5 341</b>	<b>6 543</b>
<i>Variation</i>	<i>7%</i>	<i>19%</i>	<i>-20%</i>	<i>-1%</i>	<i>23%</i>
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>26%</b>	<b>32%</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>	<b>32%</b>
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>4 603</b>	<b>4 700</b>	<b>3 130</b>	<b>3 006</b>	<b>4 041</b>
<i>Variation</i>	<i>21%</i>	<i>2%</i>	<i>-33%</i>	<i>-4%</i>	<i>34%</i>
<b>Marge nette</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>

### Département Recherches & Etudes

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

Tel : 71 189 600

www.tunisievaleurs.com