

# LES DAUBASSES

## PEPITES PEA

Bourse de Madrid - Ticker : GSJ / ISIN : **ES0180918015**



### - Un jeu d'actifs hispaniques mal valorisé -

Date de l'analyse : 28.01.2025

Cours d'achat : **5,32 EUR**

Objectif de cours : **7,89 EUR** (potentiel de **+48%**)

## Présentation

Fondée en 1962, Grupo SANJOSE est une entreprise espagnole spécialisée dans les secteurs de la construction, de l'énergie, des concessions et de l'immobilier.

Avec près de 4 700 employés, le groupe est présent dans plus de vingt pays en Europe, Amérique, Asie et Afrique. Toutefois, plus de 80% du chiffre d'affaires est réalisé en Espagne, principalement dans le secteur de la construction.

Coté à la Bourse de Madrid depuis 2009, la société est détenue à hauteur de 48,3% par Jacinto Rey Gonzalez, qui en est également le Président.

Les principaux atouts ayant retenu notre attention sont : un historique probant de création de valeur, la visibilité offerte par le carnet de commandes, une exposition à des zones géographiques dynamiques, une sous-évaluation par rapport à la somme des parties. Merci à Godverdomme de nous avoir présenté cette idée d'investissement sur le forum !

---

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](http://blog.daubasses.com) et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## Activités et performances financières

### Construction

L'activité principale de Grupo SANJOSE est la Construction. À fin septembre 2024 (9 mois), elle représentait plus de 90% du chiffre d'affaires et plus de 80% de l'EBITDA.

Thousands of euros

Revenues by activity	Grupo SANJOSE				
	Sept. 2024		Sept. 2023	Var.(%)	
Construction	1,056,445	92.0%	872,682	89.5%	21.1%
Real estate and property development	5,666	0.5%	10,736	1.1%	-47.2%
Energy	7,108	0.6%	11,274	1.2%	-37.0%
Concessions and services	56,403	4.9%	56,476	5.8%	-0.1%
Adjustment and other	22,839	2.0%	23,907	2.5%	-4.5%
<b>TOTAL</b>	<b>1,148,461</b>		<b>975,075</b>		<b>17.8%</b>

*Chiffre d'affaires par activités (source : [rapport au 30.09.2024](#))*

Thousands of euros

EBITDA by activity	Grupo SANJOSE				
	Sept. 2024		Sept. 2023	Var.(%)	
Construction	40,175	81.2%	29,608	65.9%	35.7%
Real estate and property development	891	1.8%	2,581	5.7%	-65.5%
Energy	1,768	3.6%	2,194	4.9%	-19.4%
Concessions and services	822	1.7%	1,758	3.8%	-53.2%
Adjustment and other	5,870	11.9%	8,797	19.6%	-33.3%
<b>TOTAL</b>	<b>49,526</b>		<b>44,938</b>		<b>10.2%</b>

*EBITDA par activités (source : [rapport au 30.09.2024](#))*

Entre 2016 et 2023, le chiffre d'affaires de l'activité a plus que doublé avec un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de +12,2%.

La progression de l'EBITDA a été plus modérée, avec un gain de seulement 20%. La marge d'EBITDA a donc diminué, passant d'une moyenne de 5,7% entre 2016 et 2018 à 3,8% entre 2021 et 2023.

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](http://blog.daubasses.com) et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

On notera que le mix géographique a profondément changé. En 2016, 61% du chiffre d'affaires était réalisé à l'international. En 2023, ce chiffre était tombé à 16%. Il s'agit peut-être d'une explication à la baisse des marges, à laquelle il faut ajouter l'inflation et l'augmentation du coût des matières premières depuis 2022.

À fin septembre 2024, le carnet de commande de l'activité se montait à 2 396 M EUR (en hausse de 13,7% par rapport à fin 2023), représentant environ 2 ans d'activité.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chiffre d'affaires (M EUR)	537	601	676	862	868	838	969	1 205
Evolution CA	-	12%	12%	28%	1%	-3%	16%	24%
EBITDA (M EUR)	33,3	32,7	36,7	39,8	52,5	37,8	35,5	39,9
Marge EBITDA	6,2%	5,4%	5,4%	4,6%	6,0%	4,5%	3,7%	3,3%

## *Chiffre d'affaires et EBITDA de l'activité Construction (sources : rapports annuels)*

### Énergie

Deuxième contributeur à l'EBITDA du groupe, le segment Énergie repose sur l'exploitation de projets en Espagne et au Chili, dont une centrale de trigénération (électricité, chaleur, froid), des champs photovoltaïques et une centrale de chauffage.

La performance financière de cette activité est volatile. En 2022, dans un contexte d'envolée des prix de l'énergie, le chiffre d'affaires a augmenté de 57%, mais la marge d'EBITDA s'est contractée à 12,5% contre une moyenne de 27% sur 8 ans. Entre 2016 et 2023, l'EBITDA moyen s'est élevé à 3,0 M EUR.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chiffre d'affaires (M EUR)	10,2	11,2	9,7	9,5	10,8	11,5	18,0	14,5
Evolution CA	-	10%	-13%	-2%	14%	6%	57%	-19%
EBITDA (M EUR)	2,9	3,6	2,7	3,1	3,6	2,4	2,2	3,7
Marge EBITDA	28,3%	32,0%	27,9%	32,8%	33,7%	20,8%	12,5%	25,7%

## *Chiffre d'affaires et EBITDA de l'activité Énergie (sources : rapports annuels)*

### Concessions et services

Cette activité inclut la gestion de deux hôpitaux au Chili. Le chiffre d'affaires est en croissance régulière depuis 2016, avec un pic atteint en 2020 (72,5 M EUR), puis un nouveau sommet en

---

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](http://blog.daubasses.com) et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

# LES DAUBASSES

2023 (74,7 M EUR). La marge d'EBITDA moyenne sur huit ans est de 5,5 %, et de 4,4 % hors exercice exceptionnel de 2020. Entre 2016 et 2023, le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires ressort à 10% et l'EBITDA moyen à 3,4 M EUR.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Chiffre d'affaires (M EUR)	39,5	47,7	50,9	49,8	72,5	52,2	65,8	74,7
Evolution CA	-	21%	7%	-2%	46%	-28%	26%	14%
EBITDA (M EUR)	1,3	1,6	2,3	2,5	10,1	2,9	3,0	3,2
Marge EBITDA	3,2%	3,4%	4,5%	5,0%	13,9%	5,5%	4,6%	4,3%

*Chiffre d'affaires et EBITDA de l'activité Concessions & Services (sources : rapports annuels)*

## Activités immobilières

Le chiffre d'affaires de l'activité immobilière repose sur le développement et la commercialisation d'un projet résidentiel de 1 100 logement à Lima, au Pérou. L'EBITDA moyen de cette activité entre 2016 et 2023 est de 3,2 M EUR.

## Autres actifs

### Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN)

Le groupe détient 10% du projet *Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN)*, un développement urbain de grande envergure dans le nord de Madrid. Ce projet est valorisé dans les comptes à son coût d'acquisition en 1993, soit 19,3 M EUR.

En 2019, Grupo SANJOSE a cédé 14,46% du capital de CMNN à [Merlin Properties](#). Le montant de la transaction s'est élevé à 168,9 M EUR. Sur cette base, la valeur de la participation actuelle peut être estimée à 117 M EUR.

### Carlos Casado

Grupo SANJOSE détient une participation de 52,19% dans la société [Carlos Casado](#). Cotée depuis 1958 sur la bourse de Buenos Aires, cette société argentine détient 200 000 hectares de terres agricoles au Paraguay.

---

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](http://blog.daubasses.com) et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## Panamerican mall

Le groupe détient 20% de Panamerican Mall. Cette société exploite le centre commercial Dot Baires. Inauguré en 2009, il s'agit du plus grand centre commercial de la ville avec une superficie de 173 000 m2 couverts.

Les 80% restants sont détenus par IRSA, l'une des plus grosses sociétés immobilières d'Argentine, cotée sur le marché argentin et aux États-Unis. Selon [le dernier rapport annuel](#) d'IRSA (clôture au 30 juin), le taux d'occupation de Dot Baires s'élève à 99,3%, en progression constante depuis 2020, où il était seulement de 74,6%.

## Création de valeur et situation financière

Ces dernières années, Grupo SANJOSE a enregistré **une nette progression de ses fonds propres par action, qui sont passés de 0,93 EUR fin 2016 à 3,16 EUR fin septembre 2024** (+17 % annualisé).

Dans le même temps, la situation financière s'est améliorée. **D'une dette de 94 M EUR fin 2016, le groupe affiche désormais un excédent net de trésorerie de 363 M EUR à fin septembre 2024.**

Il convient de préciser que l'exercice 2019 a contribué de manière exceptionnelle à la hausse des fonds propres et à la réduction de l'endettement. En effet, la cession d'une partie du projet CMNN à Merlin Properties a entraîné un gain exceptionnel de 143 M EUR.

À noter également que la société verse un dividende depuis l'exercice 2019. Au titre de l'exercice 2023, il s'est élevé à 0,15 EUR, soit un rendement de 2,8% au cours actuel.

Enfin, en excluant l'exercice exceptionnel de 2019, le retour sur fonds propres s'est élevé à 15,5% en moyenne entre 2016 et 2023, un niveau satisfaisant.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	30/09/2024
Capitaux propres part du groupe (M EUR)	60,7	58,6	81,1	135,9	143,3	151,7	174,4	181,4	205,4
Capitaux propres part du groupe par action (EUR)	0,93	0,90	1,25	2,09	2,20	2,33	2,68	2,79	3,16
Variation n/n-1	-	-3%	38%	68%	5%	6%	15%	4%	13%
Trésorerie nette (M EUR)	(93,6)	(66,1)	23,8	127,0	194,6	199,7	215,2	295,7	363,2
Ratio de solvabilité	9%	9%	12%	20%	23%	24%	27%	25%	30%

### **Fonds propres, trésorerie et ratio de solvabilité**

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](http://blog.daubasses.com) et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

## Valorisation

La valorisation par la somme des parties semble la plus pertinente au vu de la diversité des actifs du groupe. Voici notre estimation de chacune d'entre elles :

	Méthode	Valo	Valo par action
Construction	4x EBITDA moyen 8 ans	154	2,37
Energie	5x EBITDA moyen 8 ans	15	0,23
Concessions	5x EBITDA moyen 8 ans	17	0,26
Promotion immobilière	4x EBITDA moyen 8 ans	13	0,20
CMNN	transaction avec Merlin Properties en 2019	117	1,80
Panamerican Mall	0,8x juste valeur au 31.12.2023	34	0,47
Carlos Casado	valeur de marché au 22.01.2024	30	0,47
Trésorerie nette	au 30.06.2024	330	5,08
BFR	au 30.06.2024	(157)	(2,42)
Minoritaires	au 30.06.2024	(36)	(0,56)
<b>TOTAL</b>		<b>517</b>	<b>7,89</b>

### Quelques remarques :

- activité Construction : à 4x l'EBITDA, le multiple retenu paraît conservateur par rapport aux comparables (cf. [commentaire de Godverdomme](#))
- CMNN : estimation à 117 M EUR, sur la base de la transaction réalisée en 2019. Cette valorisation nous paraît prudente, car elle ne reflète pas l'évolution positive des prix de l'immobilier à Madrid depuis cette date.
- Panamerican Mall : nous avons retenu 80% de la juste valeur estimée par la société IRSA à fin 2023.
- BFR : exclu de la valorisation car le BFR est négatif en raison des avances clients et de l'important poste fournisseurs.
- intérêts minoritaires : ils sont principalement liés à la participation dans Carlos Casado, dont Grupo SANJOSE détient 52,19%.

Au cours actuel de **5,32 EUR**, le potentiel sur notre objectif de cours ressort à **+48%**.

---

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](http://blog.daubasses.com) et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

## Conclusion

Grupo SANJOSE se distingue par une structure financière solide, un portefeuille d'actifs diversifiés et une stratégie ayant fait ses preuves dans ses domaines d'expertise. La croissance des fonds propres par action, à un rythme annualisé de +17 % entre 2016 et 2024, ainsi que l'amélioration de la situation de trésorerie, témoignent de la capacité du groupe familial à créer de la valeur pour ses actionnaires.

Nous apprécions également ce titre pour son exposition géographique à l'Espagne et à l'Amérique latine, loin du tumulte politique actuel en France. Cerise le gâteau, il peut être logé dans un PEA.

Enfin, l'approche de valorisation par la somme des parties révèle un potentiel appréciable, grâce à des actifs sous-évalués dans les comptes, en particulier la participation dans Crea Madrid Nuevo Norte et les 20% détenus dans Panamerican Mall. À cela s'ajoutent une dynamique de résultat positive avec un EBITDA en hausse de 10% à fin septembre 2024 et des perspectives favorables grâce à un carnet de commandes solide dans l'activité Construction.



---

Retrouvez-nous sur le blog : [blog.daubasses.com](https://blog.daubasses.com) et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](https://forum.daubasses.com)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

## **Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?**

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#).

## **Avertissements !**

**Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.**

**Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.**

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

**daubasses.com**

**© Tous droits réservés**