

Actionnariat	
CFI (82,4%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	13 264 125
Capitalisation boursière (MD)	168,2
Cours	
Clôture	12,680
31/12/2011	9,600
Variation	
Début 2012	32,1%
Année 2011	63,7%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2010	6,1
Bénéfice 2011	6,1
Bénéfice 2012e	6,9
Capitaux propres	35,1
Dividende	
Montant	0,250
Div Yield	1,9%
Valorisation	
PE 2010	27,6
PE 2011	27,6
PE 2012e	24,4
P/BV	4,8

(en MD)	2008	2009	2010	2011
Chiffre d'affaires	23,4	26,2	24,3	26,2
Marge Brute	11,0	15,0	15,6	17,1
<i>Marge brute</i>	<i>45,7%</i>	<i>56,3%</i>	<i>63,3%</i>	<i>65,2%</i>
EBITDA	5,6	8,9	9,2	9,3
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>23,9%</i>	<i>34,0%</i>	<i>37,8%</i>	<i>35,5%</i>
Bénéfice net	2,4	6,1	6,1	6,1
<i>Marge nette</i>	<i>10,3%</i>	<i>23,4%</i>	<i>25,2%</i>	<i>23,2%</i>

(en Dinars)	1er trimestre		
	2 012	2011	Var
Production (en tonnes)	5 209	5 960	-12,6%
Chiffres d'affaires	5 792	5 089	13,8%
<i>Local</i>	<i>3 761</i>	<i>2 528</i>	<i>48,8%</i>
<i>Export</i>	<i>2 031</i>	<i>2 561</i>	<i>-20,7%</i>
Investissements	2 406	562	328,1%
Endettement total	11 419	9 791	16,6%

L'année 2011

Malgré le ralentissement de l'activité économique dans le pays, la société est parvenue durant l'année écoulée à afficher un chiffre d'affaires de 26,2MD en progression de 7,7% par rapport à 2010. Cette performance a été boostée essentiellement par l'activité export qui a pratiquement doublé en 2011 avec un chiffre d'affaires de 10MD et a permis d'atténuer la baisse de l'activité locale (-15,3%). La société est devenue un acteur de référence au niveau de certains pays, notamment l'Algérie.

Cependant, l'augmentation importante de la masse salariale (+40,4%) suite aux revendications sociales et le montant important des dotations aux amortissements (+12,2%), conséquence des investissements réalisés durant les dernières années, ont impacté négativement la marge opérationnelle qui s'est dépréciée de 4,3 points à 25,7%.

La société a clôturé l'année 2011 avec un bénéfice net en légère régression de 0,8% à 6,1MD. Désormais, la marge nette s'établit à 23,2% (en dépréciation de 200pb).

L'année 2012

Pour les trois premiers mois de l'année en cours, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 5,8MD en progression de 13,8% par rapport à 2011. Etant donné que le premier trimestre de 2011 a subi de plein fouet les répercussions du ralentissement économique qui a suivi la révolution du 14 janvier 2011, il serait plus judicieux de comparer l'activité de la société par rapport au 1^{er} trimestre de 2010. Ainsi, le chiffre d'affaires a accusé une baisse de 4,3% suite à la baisse du volume sur le marché local, compensée en majeure partie par les exportations. La production a diminué de 20,7% en raison de l'incident imprévisible au niveau de la voute du four et qui a occasionné un arrêt de 41 jours.

Au vu de ces réalisations, nous estimons que la société pourra largement honorer ses engagements en matière de chiffre d'affaires surtout que l'essentiel de l'activité est toujours réalisé durant le reste de l'année. Le chiffre d'affaires escompté pour l'année 2012 est de 33,1MD et le bénéfice net serait de 6,9MD.

Au début de cette année, la société a procédé à une augmentation de capital de 631MD pour le porter à 13,3MD. Le montant total levé a été de 5,5MD et servira à boucler (en plus d'un endettement bancaire de 9,5MD) le schéma de financement du programme d'investissement de la société d'un montant global de 33,1MD. Ce programme permettra à la société de :

- Doubler sa capacité de production à travers la mise en place d'un 2^{ème} four ;
- Renforcer sa présence sur les marchés extérieurs ;

(mD)	2012p	2013p	2014p	2015p	TCAM
Chiffre d'affaires	33 085	43 369	51 956	59 449	22,4%
Local	19 161	21 693	23 638	25 107	11,4%
Export	13 924	21 676	28 318	34 342	35,9%
Marge brute	19 270	23 678	27 286	29 881	15,1%
Taux de marge brute	58,2%	54,6%	52,5%	50,3%	
Résultat d'exploitation	8 055	9 857	12 454	14 163	23,9%
Marge opérationnelle	24,3%	22,7%	24,0%	23,8%	
Résultat net	6 943	7 487	9 974	11 725	18,2%
Marge nette	21,0%	17,3%	19,2%	19,7%	

- Réaliser d'importantes économies d'échelle.

Le deuxième four entrera en exploitation durant le 4ème trimestre de 2012 et son impact sur le chiffre d'affaires ne sera visible qu'à partir de 2013. En effet, la production du 2^{ème} four sera destinée essentiellement à l'export : activité qui devra représenter 50% du chiffre d'affaires de la société contre 38,5% actuellement.

Durant toute la période du plan de développement 2012-2015, la société affichera un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 22,4% pour s'établir à 59,4MD à l'horizon 2015 contre 26,6MD en 2011.

En ce qui concerne les marges, et vu la dépendance de la société envers la fluctuation du prix des matières premières et du coût de l'énergie, la marge opérationnelle devrait se stabiliser aux alentours de 24% à l'horizon 2014 contre 22,8% en 2011 : une hypothèse que nous jugeons très prudente de la part du management. En effet, les grands efforts fournis durant ces dernières années en matière de compression de charges nous laissent penser que la société devrait afficher des taux de marges beaucoup plus importants et permettrait ainsi de dégager des bénéfices plus substantiels.

En ce qui concerne l'endettement de la société et avec la contraction de nouveaux crédits (9,5MD au cours de cette année), la société affichera un gearing de 30,2% en 2012 : un niveau qui demeure tout de même assez raisonnable.

Le résultat net de la société affichera un taux de croissance annuel moyen de 18,2% à 11,7MD en 2015 contre 6,1MD en 2011.

Aspect boursier

D'un point de vue boursier, le titre a gagné plus de 32% de sa valeur depuis le début de l'année contre une progression de l'ensemble du marché de 6,1%. A ce jour, il se traite à 24,4 les bénéfices estimés pour l'année en cours : certes une valorisation élevée mais qui se justifie par le fait que la société est en période d'investissement et ne commencera à porter ses fruits qu'à partir de 2014. En effet, sur la base des bénéfices estimés pour 2014, le titre se valorise à 16,8x

Côté rémunération des actionnaires, le titre offre un rendement en dividende de 1,9% sans tenir compte de l'attribution gratuites que la dernière AGE en a décidé, et ce à raison de 10 actions nouvelles pour 31 détenues. Les nouvelles actions porteront jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2012.

Tenant compte d'un potentiel de croissance important durant les prochaines années surtout après la mise en exploitation du 2^{ème} four, des fondamentaux solides du titre ainsi que d'une structure financière très saine, nous recommandons de **renforcer votre position sur le titre dans une optique de placement à moyen terme.**

