

Cours : 2,810D
30 Mai 2014

Ratios boursiers

	2012	2013	2014e
PE	-69,8	-22,3	1000,7
VE/CA	33,1	21,9	4,2
VE/EBITDA	64,7	39,0	10,6
P/BV	2,3	1,8	1,8
Div Yield	0,0%	0,0%	0,0%

Données par action (D)

	2012	2013	2014e
Bénéfice	-0,040	-0,126	0,003
Dividende	0,000	0,000	0,000
Actif net	1,203	1,543	1,545

Compte de résultat (MD)

	2012	2013	2014e
CA	31,3	48,7	220,0
EBITDA	16,0	27,4	88,0
Résultat net	-6,9	-21,7	0,5

Données financières

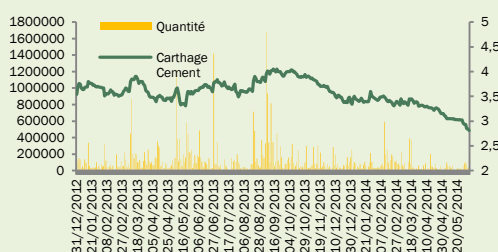
	2012	2013	2014e
Marge nette	-22,1%	-44,5%	0,2%
ROE	-3,3%	-8,2%	0,2%
Gearing	267,2%	220,6%	-

Performance

	2012	2013	Début 2014
Carthage Cement	-12,8%	-3,1%	-15,9%
TUNINDEX	-3,0%	-4,3%	3,6%
TUNINDEX 20	-4,6%	-2,2%	5,9%

Informations boursières

Capitalisation (MD)	483,7
Nombre de titres	172 134 413
BINA Corp	50,2%
Slim RIAHI	9,0%
Groupe NAIFER	6,8%
Etat Tunisien	6,3%
Groupe KHECHINE	1,8%
Groupe HORCHANI	1,4%
Public	24,6%



L'année 2013 s'est caractérisée pour Carthage Cement par, finalement, l'achèvement du projet de la cimenterie et la sortie du premier sac de ciment vers la fin de l'année. L'année 2014 sera une année pleine de production de ciment. Ceci étant, la société a clôturé l'exercice écoulé avec un déficit de 21,7MD, soit un cumul de pertes de 26,3MD.

En 2013, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 48,7MD en progression de 55,6% suite au début de la commercialisation du clinker et du ciment pour une valeur de 12MD.

L'entrée en production de la cimenterie (consommation d'électricité, gaz, ...) a impacté négativement la marge brute de la société qui est passée de 64% à 57%.

Idem pour la masse salariale qui a progressé de 38,5% pour s'élever à fin décembre 2013 à 15,2MD. Cette hausse se justifie par l'alignement des salaires aux autres cimentiers de la place qui a causé une charge supplémentaire de 1,4MD répartie sur 2013 et 2014. L'exercice 2013 a supporté une charge de 700mD.

Malgré une amélioration significative de l'EBITDA de 71% (27,4MD en 2013 contre 16MD en 2012), le déficit de la cimenterie s'est aggravé pour passer de -6,9MD en 2012 à -21,7MD en 2013 et qui s'explique par :

- des dotations aux amortissements de 37,3MD contre 21MD en 2012 ;
- une charge financière de 11,9MD dont 10MD pour les intérêts sur emprunts. Il est à noter qu'à partir de 2013, la société a commencé à rembourser ses crédits bancaires après les années de grâce accordées par les banques. Ceci étant, le taux d'endettement de la société demeure toujours assez élevé (220,6%) en dépit d'une légère amélioration par rapport à 2012 (267,2%).

En termes d'équilibre financier, la société dispose d'une structure financière très déséquilibrée avec un fonds de roulement considérablement négatif en raison de l'ampleur des dettes long terme contractées auprès des banques pour financer le projet de la cimenterie.

Par ailleurs, il est à signaler que la société a été soumise à des divers redressements fiscaux pour un montant global de 8MD dont 1MD de pénalités et aucune provision n'a été constatée en ce sens.

L'année 2014 sera certainement une année charnière avec l'exploitation effective de la cimenterie. Le management table sur un volume d'activité de 268MD, mais nous sommes très sceptiques quant à la réalisation d'un tel chiffre surtout qu'à fin avril 2014, le chiffre d'affaires réalisé s'est élevé à 70MD. Nous estimons un chiffre d'affaires de l'ordre de 220MD et la société pourra à notre avis renouer avec les bénéfices et afficher un résultat net légèrement équilibré de l'ordre de 483mD.

A notre avis, la société devra distribuer son premier dividende à partir de 2016 au titre de l'exercice 2015.

Sur la bourse et depuis le début de cette année, le titre a perdu plus de 15% de sa valeur. Jusqu'à la veille de l'AGO et à l'instar de l'ensemble du marché, le titre affichait une performance de -8% par rapport à fin décembre 2013, une baisse qui s'est accentuée à -16% suite aux déclarations du management non rassurantes pour les actionnaires de la société.

Côté valorisation, le titre s'échange à des niveaux très élevés en raison de la faiblesse des bénéfices actuels. Sur la base des bénéfices de 2016, il est valorisé à 8 fois les bénéfices, un niveau très attrayant par rapport à l'ensemble du marché.

Recommandation : Conserver dans une optique de placement à moyen terme