

Actionnariat	
Bina corp (50,24%)	
Public (49,7%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	145 423 907
Capitalisation boursière (MD)	542
Cours	
Clôture	3,740
31/12/2011	4,060
Variation	
Début 2012	-7,9%
Année 2011	13%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	2,9
Bénéfice 2010	6,9
Bénéfice 2011	5,8
Bénéfice 2012e	5,5
Capitaux propres	214
Dividende	
Montant	0,000
Div Yield	0,0%
Valorisation	
PE 2010	78,8
PE 2011	93,8
PE 2012e	99
P/BV	2,5

(en mD)	2009	2010	2011
Agrégats	13 194	21 502	18 433
Ready-Mix	0	359	6 807
Autres Produits	604	1 398	3 885

Chiffre d'affaires	13 798	23 259	29 126
Résultat d'exploitation	5 135	6 550	7 203
Marge opérationnelle	37,20%	28,20%	24,73%
Résultat net	2 870	6 918	5 830
Marge nette	20,8%	29,7%	20,0%
ROE	3,90%	3,40%	2,80%

L'année 2011 :

L'année 2011, a été difficile pour les Ciments de Carthage. En effet, la société a été confrontée à différents problèmes et difficultés au cours de cette année. La difficulté majeure rencontrée par la société consiste au retard accusé dans l'achèvement de la construction de l'usine, qui voit la date de début de production de clinker reportée d'Août 2012 à Février 2013.

Ce retard dans le démarrage de la production est dû principalement aux problèmes de sécurité et des mouvements sociaux observés dans le pays en début de l'année 2011 et plus spécialement dans la région de Mornag. A cela vient s'ajouter la période de couvre feux ayant suivi la révolution du 14 Janvier, ce qui est considéré comme « cas de force majeure ».

Par ailleurs, la société a du faire face à la pénurie de ciment qui a été observée dans le pays au cours de la même période, ce qui a entravé le bon déroulement des travaux et a causé des retards dans la construction.

En termes de chiffres clés, la société enregistre une importante progression de son chiffre d'affaires qui a atteint 29,1MD au terme de l'année 2011, contre seulement 25,3MD soit une augmentation de 25%. Néanmoins le coût des matières s'est accru de 59% à 8,3MD. La marge sur coût matière s'est établie à 30,6MD en augmentation de 28% en comparaison avec 2010 (23,9MD). Cette évolution plus importante des coûts, a engendré un recul de la marge sur coût matière de 3points à 79%.

Le RBE s'est établi à 18,3MD, soit un accroissement de 20% par rapport à 2010, proportionnellement inférieur à celui de l'année dernière en raison d'une forte progression des charges du personnel qui ont atteint les 9,2MD (+41%).

La société a clôturé l'année avec un bénéfice net de 5,8MD en régression de 16% par rapport à 2010. Cependant, il y a lieu de signaler que le résultat de 2010 a été bonifié de gains non récurrents. Retraité de ces éléments, la société a finalement affiché une progression de plus de 140% de son bénéfice net.

La société a été soumise à un contrôle fiscal approfondi sur la période Octobre 2008 à fin décembre 2010. En décembre 2011, l'administration fiscale a adressé à la société une notification réclamant un complément d'impôt de 16,4MD dont 3MD de pénalités. Selon le mangement de la société, il a été convenu avec l'administration fiscale de payer 4MD, dont 2MD ont déjà été provisionnés.

De plus, la société, les Grandes Carrières du nord qui a été scindée en octobre 2008 en deux sociétés (Carthage Cement et Grandes Carrières du Nord Trade) a fait l'objet d'un contrôle approfondi de la part de l'administration fiscale au titre de l'exercice 2008 ayant abouti à une notification d'un redressement d'un montant de 916mD dont 300mD de pénalités. La société a formulé son opposition quant aux résultats de la vérification et aucune suite n'a été réservée à ce

(en mD)	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
Chiffre d'affaires	41 030	178 976	307 884	328 470	348 474
<i>Evolution</i>	<i>40,9%</i>	<i>336,2%</i>	<i>72,0%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,1%</i>
EBITDA	20 279	89 245	149 927	161 581	180 270
<i>Evolution</i>	<i>10,6%</i>	<i>340,1%</i>	<i>68,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>11,6%</i>
Bénéfice net	5 483	5 813	33 199	54 671	67 210
<i>Evolution</i>	<i>-5,95%</i>	<i>6,01%</i>	<i>471,13%</i>	<i>64,68%</i>	<i>22,94%</i>
Marge nette	13,36%	3,25%	10,78%	16,64%	19,29%

sujet.

Au niveau de la structure financière, la société a vu son taux d'endettement s'aggraver avec un gearing de 195% suite à la contraction de nouveaux emprunts bancaires pour une valeur de 284MD et ce afin de financer le projet de la cimenterie.

Rappelons que le coût global de la construction de la cimenterie a été estimé à 709MD dont 80% déjà déboursé : soit 177MD par les fonds propres et 391MD par endettement bancaire. Le reste du financement, soit 141MD sera financé à hauteur de 95MD par fonds propres (80MD par appel aux actionnaires) et 46MD par dettes bancaires.

Perspectives :

A fin mars 2012, le chiffre d'affaires de la société Carthage Cement a atteint 6,86MD contre 6,05MD au 31 mars 2011, soit une hausse de 13,4% qui s'explique essentiellement par l'entrée en production du produit ready-mix dont la contribution a été de 2,5MD au 1er trimestre 2012. D'autre part, les ventes d'agrégats ont régressé de 16,8% à 4,35MD par rapport au 31/03/2011.

Compte tenu du retard enregistré dans les réalisations ainsi que le nouveau montage financier pour combler l'insuffisance au niveau des cash flow, le management de la société a actualisé son business plan selon les nouvelles données. Ainsi pour l'année 2012, il est prévu de réaliser un chiffre d'affaires de 41MD en accroissement de 41% et un résultat net de 5,5MD, certes en baisse de 6% en raison de l'importance des charges d'exploitation.

L'année 2013 devra connaître un rebond de l'activité avec la mise en production de la cimenterie. Le chiffre d'affaires devra plus quadruplé à 179MD et le bénéfice net se situera aux alentours de 5,8MD sous l'effet d'une charge financière très importante ainsi que le remboursement du Compte Courant des Associés. A ce stade, il ya lieu de signaler que le management est en pourparlers avec les autorités de tutelle pour annuler la rémunération de ce compte. Ainsi, si les conclusions se concrétisent, le bénéfice net serait bonifié de 6MD.

La dernière AGE a décidé d'augmenter son capital de 26,7MD pour le porter à 172MD par souscription en numéraire. Les nouvelles actions seront émises à 3D (soit 1D de nominal et 2D de prime d'émission) et porteront jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2012. La levée de fonds totale sera de l'ordre de 80MD.

Aspect boursier :

Depuis le début de l'année 2012, le titre a perdu 8% de sa valeur. Il se traite actuellement à 99 fois les bénéfices estimés pour l'année en cours : une valorisation que nous jugeons chère par rapport à l'ensemble du marché. Cette surcote se justifie par le fait que la société est en cours d'investissement et qui ne commencera à porter ses fruits qu'à partir de 2014. En effet et sur la base des bénéfices de 2014, le titre se valorise à 16,4x .

Compte tenu de ce qui précède, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre.

