

Actionnariat	
Bina corp (50,24%)	
Public (49,76%)	
Titres	
Nominal	1
Nombre	145 424 000
Capitalisation boursière (MD)	582
Cours	
Clôture	4,000
31/12/2010	3,310
Variation	
Début 2011	20,8%
Année 2010	77,9%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	2,9
Bénéfice 2010	4,6
Capitaux propres	75,9
Dividende	
Montant	0,000
Div Yield	0,0%
Valorisation	
PE 2009	202,7
PE 2010	126,9
P/BV	7,7

L'année 2010 :

Les états financiers individuels de la société Carthage Cement tels que arrêtés au 31 décembre 2010 font état d'une progression du chiffre d'affaires de 68,6% à 23,3MD contre 13,8MD à fin décembre 2009, soit 91% (25,6MD) de ce qui a été prévu dans le business plan présenté lors de l'introduction en bourse imputable essentiellement aux ventes ready-mix qui n'ont pas atteint le niveau escompté 7,1MD prévu contre 359,1mD réalisé.

Le résultat d'exploitation s'est établi à 6,5MD en hausse de 27,5% par rapport à l'année 2009. Quant au résultat net, il a plus que doublé 6,9MD par rapport au 31/12/2009 boosté par un gain en faveur de la société suite à un abondant de dettes bancaires de 4,1MD d'une part et une reprise sur passifs d'impôts de 1,2MD d'autre part. Ainsi, le résultat net retraité de ses gains non récurrents est de 2,4MD contre 4,6MD initialement prévu, soit un taux de réalisation de 52%.

Il est à signaler qu'un avis de redressement a été notifié en Octobre 2010 aux sociétés « CARTHAGE CEMENT » et « les Grandes Carrières du Nord Trade », et ayant pour effet de réclamer un complément d'impôts et taxes de 916mD. La société « CARTHAGE CEMENT » a formulé son opposition quant aux résultats de la vérification mais la société demeure en situation de risque fiscal.

L'année 2011 :

Durant la première moitié de l'année 2011, le chiffre d'affaires de la société Carthage Cement a atteint 14,5MD contre 10,5MD à fin juin 2010, soit une hausse de 37,9% qui s'explique essentiellement par l'entrée en production du produit ready-mix dont la contribution a été de 3,3MD au 1er semestre 2011. En outre, les ventes d'agréats ont progressé de 6,8% à 11,2MD par rapport au 30/06/2010.

Du côté des investissements, une enveloppe de 138,3MD a été allouée dont 90,1MD pour les équipements de la cimenterie et 17,4MD dans les travaux de construction, d'engineering et de supervision de la cimenterie. L'endettement de la société au 30 juin 2011 s'élève à 169,5MD soit une augmentation de 42,3MD par rapport au 31/12/2010. Ce montant a servi au financement des équipements déjà réceptionnés sur site. Par ailleurs, le projet ready-mix de la deuxième centrale sise à Bir El Kassaa est en phase finale de montage. La fin des travaux est prévue pour la fin du mois d'août 2011.

Concernant le projet de construction de la cimenterie, le management a assuré que tout se déroule comme prévu. Par contre et suite aux récents événements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011, le planning global de réalisation de la cimenterie accusera un retard maximal d'environ 8 semaines par rapport au programme initial.

Le financement du projet de la cimenterie est assuré par un pool bancaire composé de 12 banques de la place. Ces crédits sont déjà mis en place et des lettres de crédits irrévocables et confirmées pour un montant total d'environ 305 millions de dinars ont été émises par le pool bancaire; et ce au profit de

(en mD)	2009	2010
Agrégats	13 194	21 502
Ready-Mix	0	359
Autres Produits	604	1 398
Chiffre d'affaires	13 798	23 259
Résultat d'exploitation	5 135	6 550
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>37,2%</i>	<i>28,2%</i>
Résultat net	2 870	6 918
<i>Marge nette</i>	<i>20,8%</i>	<i>29,7%</i>
ROE	3,9%	3,4%
Gearing	-37,4%	81,0%

(en mD)	2011p	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires	53 872	168 693	313 357	341 247
Evolution	131,6%	213,1%	85,8%	8,9%
EBITDA	27 557	92 144	174 021	195 958
Evolution		234,4%	88,9%	12,6%
Bénéfice net	13 283	6 297	39 466	59 921
Evolution		-52,6%	526,7%	51,8%
ROE	5,8%	2,7%	15,6%	21,3%
Gearing	187,5%	213,1%	162,8%	106,2%

(en mD)	2011p	2012p	2013p	2014p
Local	53 872	144 215	252 315	274 772
Export		24 477	61 042	66 475
Chiffre d'affaires	53 872	168 693	313 357	341 247

Sortie des investisseurs étrangers : plus de 12,4 millions de titres ont été cédés

FLSmith pour les équipements mécaniques et électriques et PROKON pour la chaudronnerie et les structures métalliques. A fin 2012, le poids de la dette se situera à un niveau considérable et la société affichera un gearing de 213%. A partir de cette date, la société commencera à rembourser ses dettes et le bénéfice net serait plombé par une charge financière consistante.

Les perspectives d'avenir de la société Carthage Cement restent tributaires d'une amélioration de la situation économique de la Tunisie. En effet, le business plan établi lors de l'introduction en Bourse de la société tenait compte de la demande future du marché dont l'estimation a été faite par rapport à l'évolution du PIB et sur la base des projets d'urbanisation programmés par l'Etat : Des données fort prometteuses, qui ne sont plus d'actualité après la révolution du 14 janvier 2011 et qui vont certainement changer avec la nouvelle politique de développement de la Tunisie. Ainsi, la société devrait présenter un nouveau business plan qui intégrera aussi bien le retard enregistré dans ses réalisations que le nouveau montage financier afin de combler l'insuffisance de cash-flow. En effet, une éventuelle augmentation de capital en numéraire ou un recours au crédit bancaire aux alentours de 100MD serait indispensable afin de mener à bon port le projet de la cimenterie.

Par ailleurs, le Ministère de l'Industrie et de la Technologie a affirmé que la capacité de production actuelle et programmée pourra couvrir la demande intérieure pour les prochaines années ce qui jouera en faveur de la société Carthage Cement avec l'entrée d'un partenaire stratégique (Holcim, Lafarge,...) par la cession des titres confisqués par l'Etat. A notre avis même si cette dernière option semble la plus probable, le nouveau gouvernement peut décider de garder la main mise sur la société afin de lui permettre de réguler le marché local du ciment, ainsi que le prix du sac de ciment surtout après la pénurie de ciment qu'a connu la Tunisie durant le premier semestre de 2011. Rappelons que durant cette période, le Ministère du Commerce est intervenu auprès des propriétaires étrangers des cimenteries Tunisiennes pour suspendre momentanément l'export au profit du marché local. Avec la suspension du marché de l'export afin de subvenir à la demande du marché local, la société Carthage Cement pourrait voir son chiffre d'affaires destiné à l'étranger se régresser tout en sachant que les marges sur ces marchés sont beaucoup plus importantes que celles sur le marché local.

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier le titre a gagné 20,8% de sa valeur depuis le début de l'année et affiche une performance de 114% par rapport à son cours d'introduction (1,900D).

La part des investisseurs étrangers dans le capital de la société a sensiblement baissé en passant de 22,8% le jour de la première cotation à 14,26% seulement à la date de rédaction de ce papier : plus de 12,4 millions de titres ont été cédés par les investisseurs étrangers.

Nous estimons que l'investissement dans ce titre sera destiné à un investisseur averti et sur un horizon de placement à moyen terme : un délai qui permettrait à la société d'achever son programme de développement et



commencer à générer les fruits issus de cet investissement. De plus, l'emplacement géographique de la société (banlieue sud de Tunis accaparant plus de 30% de la consommation nationale) ainsi que l'excellente qualité de son ciment joueront certainement en faveur de son activité.

Cependant, nous demeurerons très vigilants quant aux perspectives futures de la société et le degré de réalisation du business plan surtout avec le ralentissement de l'activité économique tunisienne et le retard des grands projets d'infrastructure (Tunis City, Port financier,...), sans oublier bien sûr le fort endettement de la société qui grèverait certainement la rentabilité de la société au cas où le business plan ne se réalisera pas.

Compte tenu de ce qui précède, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'avoir une meilleure visibilité sur l'évolution économique en Tunisie.