

Secteur : Industrie

Nombre de titres offerts : 71 000 000 titres

Prix : 1,900D

Jouissance des actions : 1^{er} janvier 2010

Capitalisation boursière après OPS : 271MD

Principaux actionnaires

	Avant OPS	Après OPS
BINA CORP.	99,99%	50,24%
Flottant	-	49,76%

Chiffres clés :

ROE 2009/2010: 3,8% / 2,1 %

PE 2009/2010: 94,5 / 59,1

P/BV 2009/2010: 3,6 / 1,3

Div Yield = 0%

But de l'augmentation de capital :

La levée de fonds de 134,9MD de la société « Carthage Cement » sur le marché alternatif est destinée à financer le projet de la construction de la nouvelle cimenterie avec une capacité de production de 2,3 millions de tonnes par an.

Points clés :

- Une carrière en propriété avec un emplacement géographique stratégique sur la banlieue sud de Tunis dont la consommation représente plus de 30% de la consommation nationale ;
- Des réserves importantes et d'excellente qualité qui permettront la production de ciment et de béton de qualité supérieure ;
- Des garanties couvrants la construction, l'équipement, l'exploitation et la maintenance par le géant danois FLSmidth ;
- Un contrat de supervision et de contrôle avec PEG SA, société internationale en conseil et ingénierie dans l'industrie du ciment ;
- Des opportunités de partenariat avec des cimentiers étrangers pour l'export ;
- Avec l'entrée en exploitation de la cette nouvelle cimenterie, le chiffre d'affaires de la société devra être multiplié par 12 à l'horizon de 2012 ;
- Une bonne rentabilité au-delà de l'achèvement de la construction de la nouvelle cimenterie ;
- Une valorisation en dessous de l'actif net comptable corrigé.

Opinion : Souscrire pour un investissement à moyen terme

Caractéristiques de l'offre :

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 71 000 000 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 49,76% du capital après augmentation

Valeur nominale : 1 dinar

Prix d'émission des actions nouvelles : 1,900 dinar, soit une valeur nominale de 1 dinar et une prime d'émission de 0,900 dinars

Montant de l'opération : 134 900 000 dinars

Période de souscription : du 24 mai au 2 juin 2010

Jouissance des actions : Les actions nouvelles porteront jouissance à partir du 1^{er} janvier 2010

Offre proposée : 71 000 000 actions réparties comme suit :

- 1. Une Offre à Prix Ferme** de 20 337 846 actions représentant 28,64% du total des actions à émettre en numéraire

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant (en dinars)
Catégorie A : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 100 actions et au maximum 10 000 actions	12,01%	2 443 109	4 641 907
Catégorie B : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 10 001 actions et au maximum 100 000 actions	20,70%	4 210 526	7 999 999
Catégorie C : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 100 001 actions	18,12%	3 684 211	7 000 001
Catégorie D : OPCVM sollicitant au minimum 100 actions	36,23%	7 368 421	14 000 000
Catégorie E : Etrangers institutionnels et/ou personnes physiques et/ou morales désirant acquérir au minimum 100 actions	12,94%	2 631 579	5 000 000
Total	100,00%	20 337 846	38 641 907

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

Pour les catégories B, C, D et E : Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport Quantité Offerte / Quantité demandée et retenue ;

Pour la catégorie A : Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie.

- 2. Un placement Garanti** essentiellement auprès d'institutionnels autres que les OPCVM de 47 368 421 actions représentant 66,72% du total des actions à émettre en numéraire ;
- 3. Un placement privé** auprès de la société BINA Holding et du personnel des sociétés Carthage Cement et Karthago Group de 3 293 733 actions représentant 4,64% du total des actions à émettre en numéraire.

Présentation de la société :

La société « Carthage Cement » est une société anonyme créée en Octobre 2008 à l'initiative de Messieurs Belhassen TRABELSI et Lazhar STA. La société a bénéficié du transfert du patrimoine foncier de la société «Les Grandes Carrières du Nord» soit une carrière d'une superficie de 218 hectares, ainsi que de son usine de concassage pour la production des agrégats.

La société « Carthage Cement » a pour objet d'opérer sur trois secteurs d'activité :

- L'exploitation de la carrière, la production et la vente des agrégats issus de la carrière de Jbel Rsas : Activité déjà opérationnelle au moment de la création de la société ;
- La production et la vente du béton prêt à l'emploi (Ready-Mix) : Cette activité sera opérationnelle à partir d'Octobre 2010 ;
- La production et la vente du ciment : Cette activité entrera en exploitation à partir du deuxième semestre 2012.

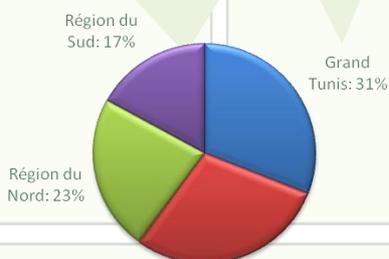
Outre le positionnement stratégique du gisement Jbel Rsas, des études géologiques effectuées sur la carrière ont prouvé l'existence de réserves suffisantes, et de qualité supérieure pour assurer l'activité d'agrégats, de ciment et de béton prêt à l'emploi.

Activité et perspectives futures de la société :

Carthage Cement opère principalement dans trois activités :

1. Agrégats :

Répartition de la consommation par région en 2008



Les agrégats, produits et commercialisés par «Carthage Cement» se composent essentiellement de gravier, et de sable de concassage. Le gravier représente environ 60% des ventes.

« Carthage Cement » bénéficie d'une autorisation d'exploitation sur le gisement de Jbel Rsas, une propriété d'une superficie de 218 hectares située à 15km du Grand Tunis, principale zone de consommation des agrégats en Tunisie. En 2008, la consommation nationale a été estimée à 50 millions de tonnes de granulats et la région du Grand Tunis accapare 31% de ce volume.

En 2009, la société a produit 1,8 millions de tonnes et a réalisé un chiffre d'affaires de 13,8MD, un niveau en légère progression par rapport à 2008.

Durant les prochaines années et compte tenu de l'estimation future de la consommation d'agrégats, la société table sur une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 11,4%. Un petit fléchissement est prévu à partir de 2013, date de l'entrée en exploitation de l'activité Ciment.

Evolution du chiffre d'affaires de l'activité Agrégats



2. Ready-Mix ou Béton prêt à l'emploi:

En Tunisie, il existe approximativement une trentaine d'usines de Ready-Mix dont 14 situés sur le Grand Tunis disposant d'une capacité totale de production de 840m³/heure. En 2008, la production totale du Grand Tunis a été de 1,35 millions de m³ contre 1,19 millions de m³.

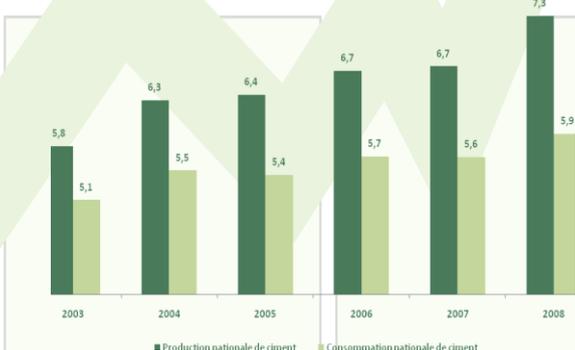
Se basant, sur l'estimation de la demande des futurs projets d'urbanisme et de développement d'infrastructure, La société « Carthage Cement » a alloué une enveloppe de 9,88MD pour la création d'une unité de production de Ready-Mix, qui entrera en exploitation à partir du mois d'octobre 2010.

Ready-Mix	2009e	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Demande en millions de tonnes	1,62	2,31	4,11	4,78	5,24	5,68
Production en millions de m ³ par an	–	0,32	0,36	0,36	0,36	0,36
Chiffre d'affaires en MD*	–	7,2	34,5	37,3	40,4	43,7

*La société a retenu une augmentation des prix de 5% par an durant les cinq premiers exercices 2010-2014. Cette augmentation est amplifiée par l'application d'un taux d'inflation annuel de 3%.

3. Ciment:

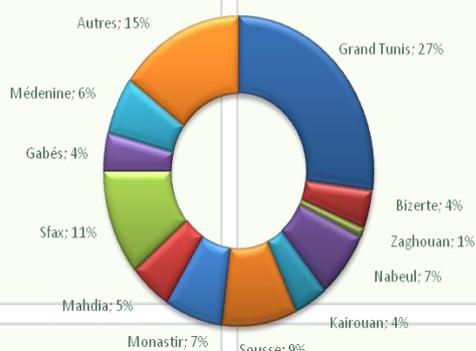
Marché du ciment en Tunisie (en Millions de tonnes)



L'industrie du ciment en Tunisie date de plusieurs années. En effet, la première usine de ciment gris (Les Ciments Artificiels Tunisiens) a été installée depuis 1936 dans la Banlieue Sud de la capitale, et depuis jusqu'à 1985 six nouvelles usines de ciment ont été édifiées dont une de ciment blanc (SOTACIB).

Dans le cadre de la libéralisation du marché et conformément à la politique de désengagement de l'Etat des activités concurrentielles, 4 usines de ciment gris et l'unique usine de ciment blanc ont été cédées au profit des groupes privés internationaux :

Consommation de ciment par zone géographique



- La société « Les Ciments Artificiels Tunisiens – CAT » au groupe Italien COLACEM ;
- La société « Les Ciments de Jebel Oust – CJO » au groupe portugais CIMPOR ;
- La société « Les Ciments d'Enfidha – SCE » au groupe espagnol « UNILAND » et contrôlé par la suite par le groupe CEMENTOS PORTLAND VALDERIVAS ;
- La société « Les Ciments de Gabès – SCG » au groupe portugais SECIL ;
- La « SOTACIB » au groupe espagnol « Moulins ».

Pour ce qui est de la demande future du marché, l'estimation a été faite par rapport à l'évolution du PIB et sur la base des projets d'urbanisation programmés par l'Etat et qui se présente comme suit :

Année	Capacité	Vente		Demande du marché	Surplus/déficit
		Export	Local		
2009	7 780	970	5 940	6 210	-270
2010	7 780	1 040	5 870	6 630	-760
2011	10 380	1 430	8 080	8 310	-230
2012	12 380	1 730	9 780	9 350	430
2013	12 380	1 900	9 960	9 890	70
2014	12 380	1 970	9 880	10 360	-480
2015	12 380	2 050	9 800	10 310	-500

Etude réalisée par le cabinet HOLTEC – Juin 2009

Ainsi, et compte tenu de la demande future, la société « Carthage Cement » prévoit la construction d'une cimenterie avec une capacité de production de 1,76 millions de tonnes de clinker par an, équivalent à environ une production annuelle de 2,3 millions de tonnes de ciment. Cette usine entrera en production à partir du deuxième semestre 2012. La société table sur un chiffre d'affaires de 103MD en 2013.

Politique d'investissement :

Afin de soutenir cette croissance de l'activité, un plan d'investissement a été prévu et qui totalise 563MD. La grande part (94%) sera allouée à la construction de la cimenterie pour un montant global de 528MD.

Investissements	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	Total
Agrégats	3 250	1 500	1 500	1 500	1 500	9 250
Etudes (Ready-Mix & Ciment)	6 965	7 210	1 442	–	–	15 617
Ready-Mix	9 880	–	–	–	–	9 880
Ciment	211 128	211 128	105 564	–	–	527 820
Investissement Total	231 223	219 838	108 506	1 500	1 500	562 567

(en mD)

Ces investissements seront financés entre autre à travers le recours au marché financier à hauteur de 25%.

Sur la base des hypothèses prévues au niveau du business plan, le chiffre d'affaires de la société augmentera à une vitesse exponentielle sous l'entrée en production de l'activité Ready-Mix en 2010 et du ciment en 2012. Nous estimons que cette croissance est très raisonnable surtout au vu de la forte demande du marché, que ce soit à l'échelle nationale que des pays de la rive de la méditerranée, ainsi que du positionnement stratégique de la société.

Au-delà de 2013, la société dégage un important cash flow de l'ordre de 130MD et une rentabilité très satisfaisante de 15,6%.

Compte de résultat : Historique & Prévisionnel

(en mD)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires Agrégats	13 611	13 798	18 411	19 345	28 496	17 935	19 396
Chiffre d'affaires Ready-Mix	-	-	7 153	34 528	37 342	40 385	43 677
Chiffre d'affaires Ciment	-	-	-	-	102 854	255 037	278 174
Chiffre d'affaires total	13 611	13 798	25 564	53 872	168 693	313 357	341 247
<i>Evolution</i>	-	1,37%	85,28%	110,73%	213,13%	85,76%	8,90%
Production	17 262	17 121	28 564	56 872	171 693	316 357	344 247
- Consommations Intermédiaires	4 583	514	5 229	16 725	59 944	116 728	121 579
= Marge Brute sur production	12 679	16 607	23 335	40 148	111 748	199 630	222 668
- Autres charges d'exploitation	2 165	1 843	3 776	6 688	10 121	11 471	12 023
= Valeur Ajoutée	10 514	14 764	19 559	33 459	101 627	188 159	210 644
- Frais de personnel	4 567	4 821	5 031	5 803	6 093	6 397	6 717
- Impôts et taxes	240	123	60	100	3 390	7 740	7 969
= Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)	5 707	9 820	14 468	27 557	92 144	174 021	195 958
- Dotations aux amortissements	7 607	8 136	9 204	10 658	42 954	75 175	75 236
- Transfert des charges nettes	7 574	9 060	9 303	9 919	-11 909	-11 909	-11 909
= Résultat d'exploitation	5 674	10 744	14 567	26 817	37 282	86 937	108 813
<i>Evolution</i>	-	89,36%	35,58%	84,10%	39,02%	133,19%	25,16%
- Charges financières totales	4 053	994	1 947	1 763	14 468	26 299	23 139
- Intérêts sur compte courant actionnaires	766	5 609	5 816	6 281	6 783	6 783	6 105
+ Produits financiers totaux	0	853	224	419	1 449	2 891	4 147
+/- Autres Eléments ordinaires	0	-391	0	0	0	0	0
= Résultat courant avant impôt	855	4 604	7 028	19 192	17 480	56 746	83 715
<i>Evolution</i>	-	438,35%	52,66%	173,09%	-8,92%	224,64%	47,53%
- Impôts sur les bénéfices	1 296	1 734	2 444	5 909	11 183	17 280	23 794
= Bénéfice net comptable	-441	2 870	4 584	13 283	6 297	39 466	59 921

Ratios : Historique & Prévisionnel

(en mD)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Production	17 262	17 121	28 564	56 872	171 693	316 357	344 247
Marge Brute	12 679	16 607	23 335	40 148	111 748	199 630	222 668
Taux de marge brute	93,15%	120,36%	91,28%	74,52%	66,24%	63,71%	65,25%
Valeur ajoutée	10 514	14 764	19 559	33 459	101 627	188 159	210 644
Taux de valeur ajoutée	77,25%	107,01%	76,51%	62,11%	60,24%	60,05%	61,73%
EBITDA	5 707	9 820	14 468	27 557	92 144	174 021	195 958
Marge d'EBITDA	41,93%	71,17%	56,59%	51,15%	54,62%	55,53%	57,42%
Résultat d'exploitation	5 674	10 744	14 567	26 817	37 282	86 937	108 813
Marge d'exploitation	41,69%	77,87%	56,98%	49,78%	22,10%	27,74%	31,89%
Résultat avant impôt	855	4 604	7 028	19 192	17 480	56 746	83 715
Marge nette	-3,24%	20,80%	17,93%	24,66%	3,73%	12,59%	17,56%

Evaluation de la société :

L'évaluation de la société « Carthage Cement » a été réalisée par le cabinet «FINOR » sur la base de deux business plan de la période allant de 2009 à 2014. Le premier tient compte de l'activité agrégats uniquement (activité actuelle), alors que le deuxième prend en considération les projections relatives aux activités Agrégats, Ready-Mix et Ciment.

L'évaluateur a utilisé 3 méthodes :

- La méthode de l'actif net réévalué;
- La méthode d'actualisation des Cash Flow Futurs;
- La méthode de Goodwill.

Le taux d'actualisation utilisé est le WACC (Coût Moyen Pondéré du Capital) déterminé annuellement par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 5,673% ;
- Une prime de risque de marché de 6,00% ;
- Un bêta sans dette de 1,00 ;
- Un coût de la dette avant impôt de 7,23%.

Soit un WACC évolutif sur les prochaines années qui se présente comme suit :

Activité	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Agrégats	10,64%	10,57%	10,60%	10,72%	10,96%	11,20%
Agrégats, Ready-Mix & Ciment	10,55%	10,62%	10,18%	10,65%	10,75%	10,92%

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 2%.

Méthode	Agrégats		Agrégats, Ready-Mix & Ciment	
	Capitalisation Théorique	Prix de l'action	Capitalisation Théorique	Prix de l'action
Actif net réévalué	186 001 858	2,595	186 001 858	2,595
DCF	168 288 478	2,348	668 517 037	4,685
Good Will	225 999 673	3,153	487 268 808	3,415
Moyenne pondérée	193 430 003	2,699	447 262 568	3,565

La moyenne des trois méthodes fait ressortir une valeur moyenne de 2,699D par action pour l'activité Agrégats et de 3,565D par action pour les activités Agrégats et Ciments.

Le prix proposé est de 1,900D, soit une décote de 29,6% par rapport au prix moyen pondéré de l'activité Agrégats.

Recommandation boursière :

Avec un prix de souscription de 1,900D, le titre « Carthage Cement » est valorisé moins que sa valeur d'Actif Net Comptable Corrigé (2,595D), représentant une décote de 26,8%.

Le vaste programme d'investissement et de construction de la cimenterie commencera à donner ses fruits à partir de 2012. Ainsi, au-delà de 2012, le titre « Carthage Cement » affiche des niveaux de valorisation qui se comparent très favorablement par rapport au marché ($PE_{2013} = 7$).

Nous recommandons de souscrire à l'OPS sur un horizon de placement à moyen terme : un délai qui permettrait à la société d'achever son ambitieux programme de développement et commencer à générer les fruits issus de cet investissement.