



Département
Recherches & Analyses

Juillet 2013



CARTHAGE
CEMENT

Note Valeur

Carthage Cement

"La poussière ne ternit pas...
.... l'éclat d'un joyau"



MAXULA BOURSE

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292

Fax: (+216) 71 960 565,

maxulabourse@topnet.tn

www.maxulabourse.com.tn



CARTHAGE CEMENT

TUNISIE



Bourse

Tunis

Secteur

Industriel

Industrie

Matériaux de construction/Ciment

Prix cible: 7,26 DT

Recommandation: ACHAT

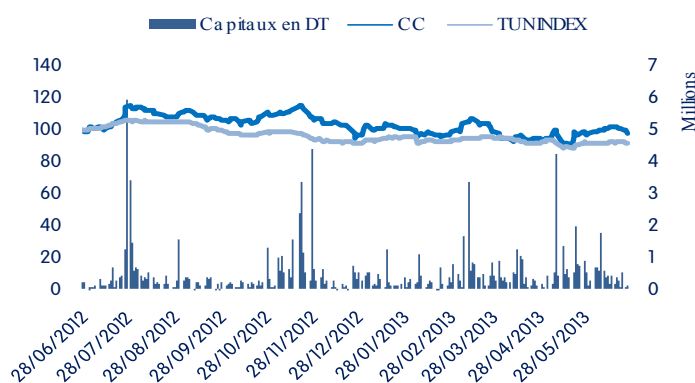
Données Boursières

Prix de clôture (DT) (au 27/06/2013)	3,77
Plus haut / Plus bas (52 semaines)	4,22 / 3,39
Performance boursière (2013)	7,2%
Nombre d'actions (millions)	172,1
Capitalisation boursière (millions DT)	648,9
Flottant	35,72%

Chiffres Clés (MDT)

	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	154,416	327,788	351,103	374,095
EBITDA	75,671	162,740	174,971	195,748
Résultat Net	1,227	47,398	48,721	83,748
ROE	0,4%	14,1%	14,0%	20,9%
ROA	0,1%	5,6%	6,1%	10,2%
Marge Nette	0,8%	14,5%	13,9%	22,4%
Capitaux Propres	289 656	337 052	347 128	399 881
Dettes Nettes	518 138	397 103	316 112	187 591

Performance Boursière



Recommandation

La valorisation de la société Carthage Cement tient compte du business plan communiqué par le management de la société ainsi que de l'opération de cession de bloc d'actions projetée par l'Etat Tunisien avant la fin de 2013. Ainsi, en se référant à une évaluation basée sur des hypothèses raisonnables, nous aboutissons à un prix cible du titre CC de 7,26 DT compte tenu d'une prime de contrôle appliquée sur le prix déterminé. Nous estimons que cette valorisation pourrait être plus attrayante avec la libération des prix et la levée progressive des quotas d'exportation du ciment qui pourront avoir un impact très positif sur l'évolution de l'activité de la société.

En termes de valorisation, le titre CC se transige à un multiple de VE/EBITDA₂₀₁₄ de 7,17x contre un multiple VE/EBITDA des cimentiers internationaux cotés de 9,9x.

In fine, de par sa valorisation attrayante couplée à son potentiel de développement qui augure des perspectives de croissance incontestables et une éventuelle amélioration réglementaire du secteur, nous recommandons l'ACHAT du titre Carthage Cement compte tenu du prix cible de 7,26 DT.

Investment Highlights

- Un marché international du ciment porté par une demande émanant des pays émergents.
- Le développement de l'industrie du ciment dans la région MENA, vient en réponse aux besoins de l'urbanisation croissante dans cette région.
- La consommation nationale du ciment poursuit son trend haussier depuis 2003, et une croissance de 1,7% est estimée pour 2012.
- Avec une capacité de production nominale de 2,5 millions de tonnes de ciment, Carthage Cement est leader sur le marché cimentier en Afrique du Nord.
- Des partenariats techniques et commerciaux de renom viennent accompagner la société dans son développement.
- La société jouit d'une carrière vierge et d'une cimenterie dotée d'une avancée technologique probante.
- Le coût élevé de l'endettement sera maîtrisé par des réalisations commerciales en béton pour les années à venir.
- Politique active de réduction des coûts énergétiques, notamment à travers l'utilisation de l'énergie de substitution.
- Augmentation de capital (mai 2013) réussie, portant son capital social de 145,5 MDT à 172,1 MDT.
- Vente programmée de plus de 50% du capital de la société, offrant à son acquéreur l'opportunité de détenir le contrôle d'un pôle industriel et technologique dans la région de Mornag.

Caractéristiques de l'industrie du ciment

Poudre fine provenant du broyage et de la cuisson à 1 450 °C du calcaire (80%) et de l'argile (20%), le ciment est un liant hydraulique artificiel qui fait prise sous l'action de l'eau et durcit dans un laps de temps variable suivant sa qualité. Constituant de base des bétons, il permet d'agglomérer entre eux les grains de sable et les granulats.

L'industrie du ciment est une industrie lourde. Un mélange de calcaire et d'argile doit subir, depuis l'extraction de la carrière et le concassage jusqu'à l'ensilage, plusieurs opérations. Ces éléments passent en premier lieu par la pré-homogénéisation et le broyage pour l'obtention d'un mélange très fin appelé le « cru » qui représente la matière première sous forme de poudre. Cette dernière sera ensuite introduite dans un four pour subir une opération de décarbonatation à 1 450 °C, afin de libérer le CO₂ contenu dans le calcaire pour prendre ensuite la forme de granules dures appelées « clinker ». Après refroidissement, le clinker est finement broyé pour conférer au ciment des propriétés hydrauliques actives sans oublier l'ajout du gypse, indispensable à la régulation de la prise du ciment. Le ciment sera en fin stocké dans des silos avant d'être livré en vrac dans des citernes ou bien conditionné dans des sacs.

À cet égard, les coûts des installations nécessaires à la production sont élevés et sont estimés à 150 millions d'euros pour la production d'un million de tonnes de ciment auxquels s'ajoutent les dépenses liées à leur maintenance au fil de leurs années d'exploitation. Ceci fait de l'industrie de ciment une industrie fortement capitalistique.

Également, l'industrie de ciment est une industrie énergivore caractérisée par une forte consommation de combustible et d'énergie mécanique. En effet, la fabrication d'une tonne de ciment nécessite 300 kg de charbon et 100 kWh pour actionner les différents appareils. Eu égard la consommation du fuel pour sa fabrication, estimée entre 60 kg à 130 kg pour chaque tonne produite et qui représente en moyenne près des deux tiers des coûts variables et environ 30% du coût total de la production de ciment.

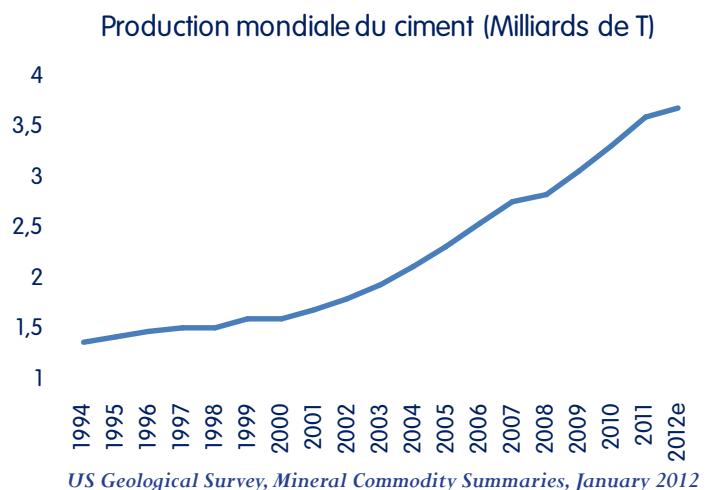
Un autre caractère range la cimenterie parmi les industries lourdes à savoir, le coût élevé de son transport. Une tonne de ciment est grevée d'un coût de transport de l'ordre de 40% pour une distance égale à 250 km et devient équivalent au coût de production au delà de 300 km. Une contrainte qui fait du marché du ciment un marché local.

En revanche, l'activité de ciment est distinguée par son caractère cyclique et subie en conséquence une irrégularité au niveau de sa production due à l'irrégularité de la demande. En effet, cette activité est fortement influencée par les rythmes d'activité saisonniers de ses industries clientes, notamment l'industrie des bâtiments et des travaux publics qui sont eux même tributaires de l'état de santé de l'économie du pays.

Le ciment dans le monde, un secteur conforté par les pays émergents

Durant les dernières décennies, l'industrie du ciment a connu un essor considérable et a plus que doublé, principalement en raison du boom de la construction dans les pays en développement.

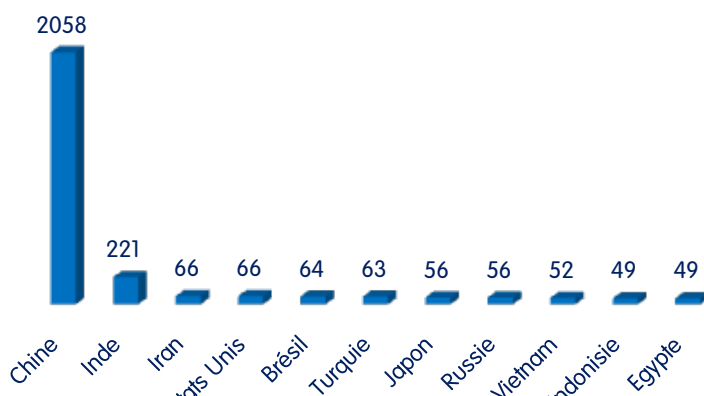
N'étant pas à l'abri des effets néfastes de la crise financière qui a ébranlé les marchés financiers internationaux, engendrant le ralentissement de l'activité économique mondiale, l'activité du ciment a pu retrouver ses couleurs avec un accroissement de sa production de 9,2% entre 2009 et 2010 après une timide croissance enregistrée en 2008, par rapport à 2007, de 2,4%.



En 2011, la production mondiale de ciment s'est établie à 3,6 milliards de tonnes. La Chine a vu, en l'espace de 10 ans sa production quadruplée. Offrant 58,3% du total mondial, cette dernière se taille la part du lion avec 2 058 millions de tonnes produits.

L'Inde vient en deuxième rang avec 221 millions de tonnes, l'Iran et les États-Unis ex aequo en troisième position, avec 66 millions de tonnes produits. En effet, la dernière crise survenue en 2008 affectant les marchés financiers des pays développés a engendré un changement notable du modèle mondial de la production et la consommation du ciment.

Classement des producteurs mondiaux
(Millions de T), 2011

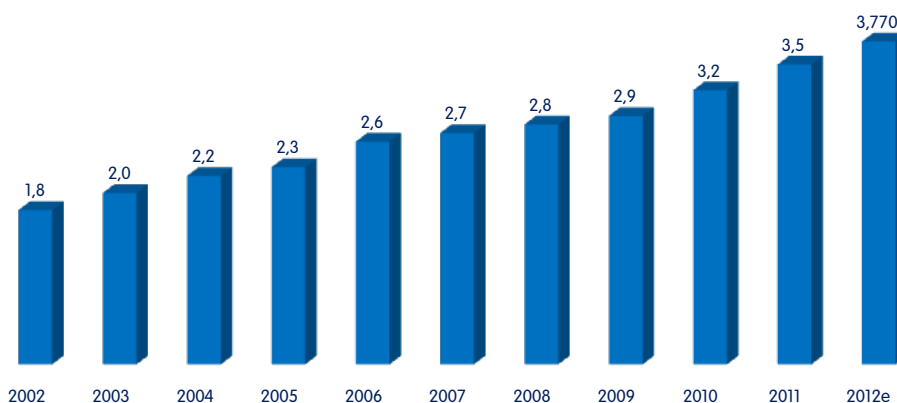


International Cement Review, Global Cement Report 2012

Pour l'année 2012, une croissance de 2,7% de la production mondiale sera enregistrée avec une offre de ciment estimée à 3,7 milliards de tonnes, selon les données de l'organisme américain Geological Survey.

D'un autre côté, suite à la régression qu'a connue l'activité du secteur de la construction, la demande de ciment a nettement diminué dans les pays développés, entraînant le transfert de l'épicentre de l'industrie du ciment vers les pays émergents en Asie qui consomment aujourd'hui environ 90% de la production mondiale contre 65% il y a 20 ans.

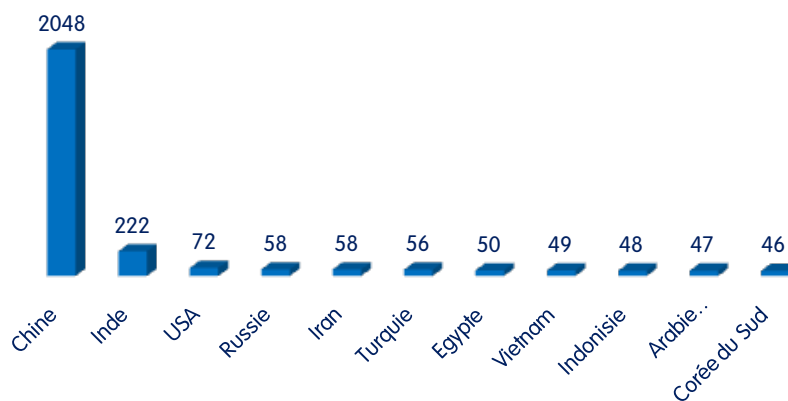
Consommation mondiale du ciment (Milliards de T)



International Cement Review, Global Cement Report 2012

Entre 2002 et 2011, la consommation mondiale du ciment a enregistré une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 7,7%. Outre sa position du premier producteur mondial de ciment, la Chine occupe également la première marche du podium des principaux consommateurs mondiaux en 2011. L'Inde vient en deuxième position suivie des États-Unis avec 72 millions de tonnes de ciments consommées.

Classement des consommateurs mondiaux (Millions de T), 2011



International Cement Review, Global Cement Report 2012

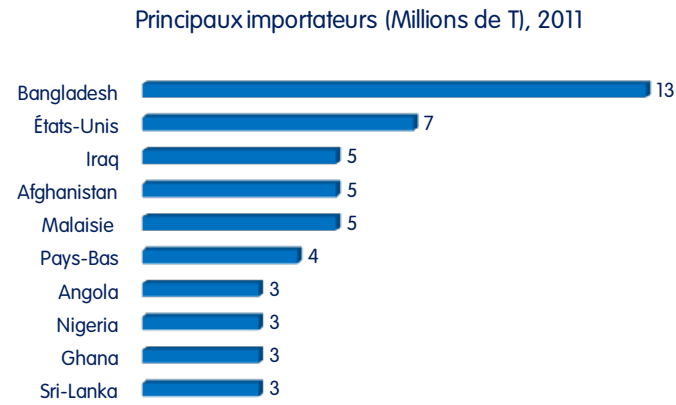
En 2012, la consommation mondiale est estimée à 3,77 milliards de tonnes, soit un taux de croissance de 7,7% par rapport à 2011. La Chine maintiendra sa position du premier consommateur mondial avec 2,16 milliards de tonnes anticipées pour 2012.

Par ailleurs, et étant une industrie dont la production est essentiellement locale, 95% du ciment consommé dans le monde est utilisé dans les pays de sa production. Cette caractéristique n’a cependant pas empêché l’activité d’exportation de se développer.

En 2011, les dix exportateurs majeurs au monde assurent 64% du total des exportations mondiales. Parmi les principaux exportateurs, nous retrouvons la Thaïlande qui s’est hissée à une position de premier plan en termes d’exportation de ciment et de clinker avec des ventes de 12 millions de tonnes en 2011, détrônant ainsi la Turquie de sa première place de 2010 et qui devient deuxième



International Cement Review, Global Cement Report 2012



International Cement Review, Global Cement Report 2012

avec 11 millions de tonnes. En ex aequo la Chine occupe la deuxième place en 2011 avec 11 millions de tonnes exportées de ciment et de clinker.

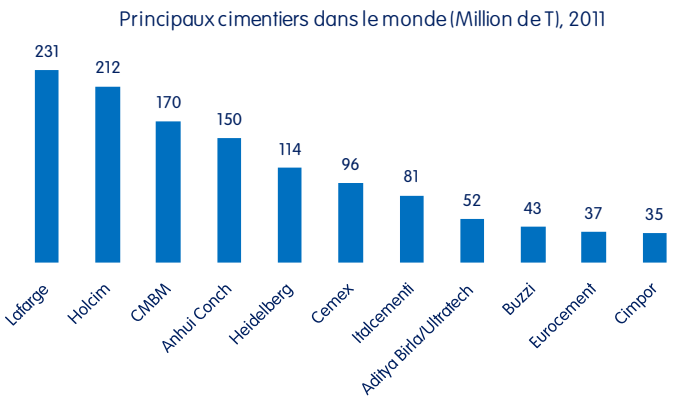
Du côté des importations, les dix premiers importateurs mondiaux représentent 38% de leur volume total. Ainsi, le Bangladesh occupe une place de premier rang avec plus de 13 millions de tonnes de livraison en 2011, suivie par les états-Unis avec 7 millions de tonnes. Avec 5 millions de tonnes de ciment et clinker importées, l’Iraq, l’Afghanistan et la Malaisie se positionnent en troisième position en 2011.

Une forte concentration du secteur

La particularité d’être une industrie de proximité n’a pas empêché la consolidation du secteur des cimentiers. En effet, le monde du ciment est marqué par la présence de gros groupes mondiaux à côté desquels un grands nombre de petits producteurs continuent à subsister.

La concentration du secteur cimentier s’est amorcée en Europe dans les années 1970 pour s’étendre ensuite aux Amérique dans les années 1980. Elle n’a pas encore véritablement touché l’Asie, la Russie et le Moyen Orient. Si en 1990, les six plus grandes entreprises contrôlaient 10% de la production mondiale, aujourd’hui, cette proportion est de 25%, voire même de 45% si on exclut la Chine. Les entreprises qui dominent le marché mondial du ciment sont la française Lafarge, la suisse Holcim, l’allemande Heidelberg Cement, la mexicaine Cemex et l’italienne Italcementi.

En 2011, Lafarge demeure le premier cimentier mondial en termes de capacité de production avec 231 millions de tonnes, détrônant ainsi Holcim, dont la capacité est passée de 223 millions de tonnes vendues en 2010 à 212 millions de tonnes. L’année 2011 a connu également l’entrée dans le classement des deux cimentiers Chinois CNBM et Anhui Conch, occupant le troisième et le quatrième rang mondial en termes de capacité de production.



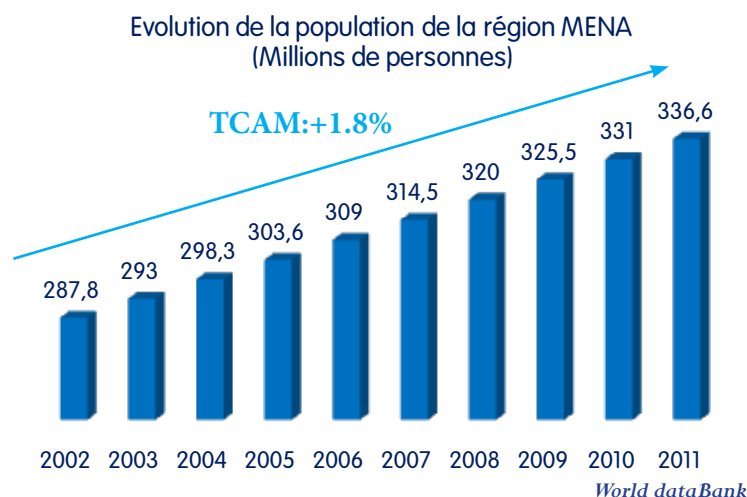
L'industrie du ciment dans la région MENA

Sur le plan régional, l'industrie du ciment a connu une expansion remarquable sur la région MENA (Middle East and North Africa) au cours de la dernière décennie. Cette embellie a été engendrée par la forte croissance qu'a témoigné le secteur de la construction et le développement des projets immobiliers et d'infrastructure, y compris le logement, le tourisme...

Une population en expansion

La population est l'un des principaux déterminants de la consommation de ciment. En effet, toute activité de construction entreprise pour développer tout type de biens immobiliers ou d'un projet d'infrastructure, est mis en œuvre pour servir le peuple que ce soit en forme de logement, du tourisme ou des projets de services publics.

Durant la dernière décennie, la région MENA a connu une expansion de sa population enregistrant un taux de croissance annuel moyen de 1,8%. Selon les estimations, la population totale dans cette région devrait croître davantage durant les années à venir. A cela s'ajoute une population jeune de moins de 18 ans représentant 39% de la population totale, ce qui permettra d'assurer une forte demande sur les projets de construction de logements.



La consommation moyenne du ciment par habitant dans la région MENA est élevée et est de l'ordre de 700 kg au terme de l'année 2010 compte tenu d'une moyenne annuelle de 400 kg par personne dans le reste du monde.

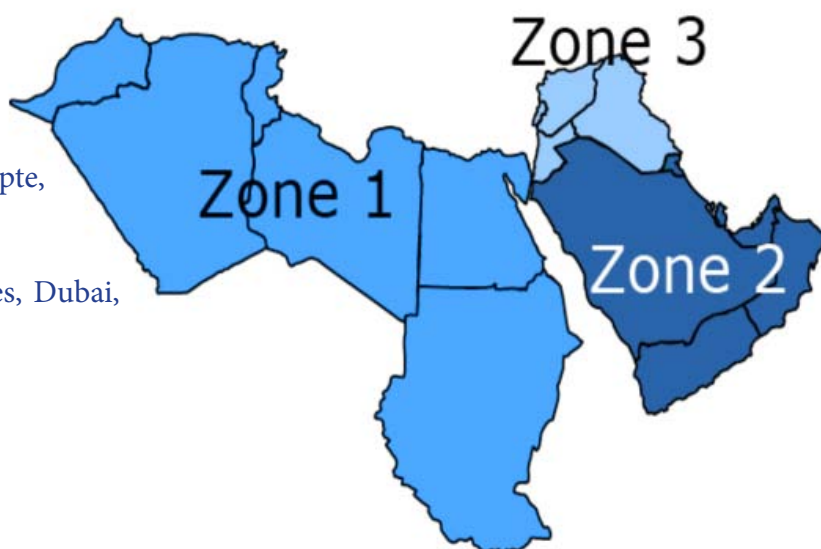
Répartition de la région MENA

La région MENA peut être classée en trois zones géographiques suivant le graphique ci-dessous:

-Zone 1: Maroc, Algérie, Tunisie, Libye, Egypte, Soudan.

-Zone 2: Arabie Saoudite, Yemen, Oman, Emirats, Dubai, Bahrain, Kuwait.

-Zone 3: Iraq, Jordanie, Syrie, Liban, Palestine.



Comptant 62% de l'ensemble de la population de la région, la zone 1 représente uniquement 47% du marché du ciment avec une capacité de production de 42%. La zone 2 avec 19% de la population totale, représente le double de la consommation de la zone 3 et le triple de sa capacité de production.

Population, taille de marché et capacité de production du ciment dans la région MENA

Zone	Population		Marché		Capacité	
	Millions	en %	Millions de tonnes	en %	MT/an	en %
1	201	61%	109	47%	102	41%
2	64	20%	84	36%	108	44%
3	62	19%	38	16%	36	15%
Total	327	100%	231	100%	246	100%

Source : GlobalCement Magazine, Mars 2011

Entre 2005 et 2010, la région MENA a connu une évolution notable de sa capacité de production, passant de 137 Millions Tonnes à 246 Millions Tonnes, soit une croissance annuelle moyenne de 12,4%. La zone 2 se taille la part du lion avec plus de 60% de la capacité totale de cette région.

Evolution de la capacité de production du ciment dans la région MENA (2005-2010)

Zone	Capacité en 2005	Augmentation	Capacité en 2010	% de l'augmentation
1	83 MT/an	19 MT/an	102 MT/an	18%
2	40 MT/an	68 MT/an	108 MT/an	63%
3	14 MT/an	21 MT/an	36 MT/an	19%
Total	137 Mt/an	108 Mt/an	246 Mt/an	100%

Source : GlobalCement Magazine, Mars 2011

D'après les statistiques figurées au niveau des tableaux, il ressort clairement que la zone 2 représente un surplus de production contre un déficit enregistré au niveau de la zone 1. Pour ce qui est de la zone 3, seulement l'Iraq affiche un déficit alors que le reste de la zone connaît un surplus de production.

Du coté prévisionnel, une évolution additionnelle de la production est prévue d'ici 2015 d'une moyenne de 100 Millions de Tonnes. Une partie importante de cette production est attendue au niveau de la zone 1 en raison des nouveaux projets d'investissement qui seront alloués au profit de cette région. Pareillement du coté de la demande, cette dernière connaîtra une augmentation considérable et s'établira à 342 Millions de Tonnes en 2015 contre 231 Millions de Tonnes. en 2010.

Evolution prévue de la production du ciment dans la région MENA (2010-2015)

Zone	Capacité en 2010	Hausse prévue	Capacité en 2015	Demande prévue 2015
1	102 MT/an	52 MT/an	154 MT/an	159 MT/an
2	108 MT/an	24 MT/an	131 MT/an	118 MT/an
3	36 MT/an	24 MT/an	59 MT/an	65 MT/an
Total	246 MT/an	100 MT/an	346 MT/an	342 MT/an

Source : GlobalCement Magazine, Mars 2011

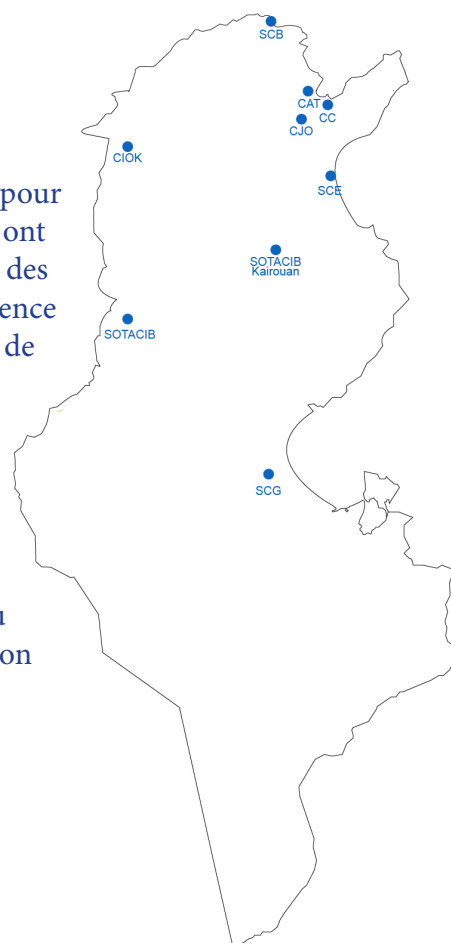
L'industrie du ciment en Tunisie

Actuellement, le paysage cimentier Tunisien se compose de huit cimenteries, sept usines de production de ciment gris et une de production de ciment blanc. La première usine qui a vu le jour fut celle des Ciments Artificiels Tunisiens CAT, installée depuis 1932 dans la banlieue sud de la capitale, suivie des Ciments de Bizerte, SCB, en 1953, située dans la région de Bizerte. En Avril 2012, le secteur cimentier a connu l'entrée en production d'une nouvelle cimenterie, filiale de la Sotacib à Kairouan. L'année 2013 sera marquée par la naissance de Carthage Cement, dotée d'une capacité de production nominale annuelle de 2,5 millions de tonnes de ciment.

Suite à l'urbanisation et pour répondre aux besoins du marché, des nouvelles unités ont été fondées, à savoir:

- La cimenterie de Gabes, SCG
- La cimenterie d'Oum El Kébil, CIOK
- La cimenterie d'Enfida, SCE
- La cimenterie de Jbal Ouest, CJO
- La Société Tuniso-Andalous de Ciment Blanc, Sotacib
- La Sotacib Kairouan

Maillage territorial des cimenteries en Tunisie

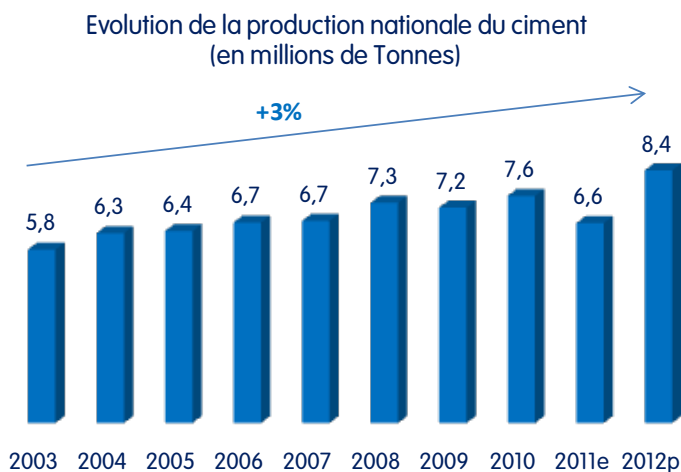


Au fil du temps, la répartition géographique de ces unités s'est destinée pour couvrir l'ensemble du territoire Tunisien. En effet, nombreux facteurs ont été pris en considération dans le choix de la localisation géographique des cimenteries, notamment le voisinage des centres de consommation, l'existence des infrastructures nécessaires et en particulier la proximité des gisements de matières premières.

Cette diversification permet de procurer aux cimentiers un quasi-monopole dans la région de son emplacement. A cet effet, la région du Nord est monopolisée par Les Ciments Artificiels Tunisiens, Les Ciments de Bizerte, la Cimenterie de Jbal Ouest et très prochainement par Carthage Cement, celle du Sud par la société les Ciments de Gabes, celle du Centre Est par la société des Ciments d'Enfida et Sotacib Kairouan. La région du Centre Ouest est quant à elle dominée par la Sotacib.

Bonne résilience du secteur cimentier en Tunisie

Grâce aux investissements réalisés par l'ensemble des usines, aussi bien privées que publiques, la production nationale de ciment a enregistré une croissance annuelle moyenne de 3% sur la période 2003-2011, portant ainsi son volume de 5,770 millions de tonnes en 2003 à 6,642 millions de tonnes en 2011.



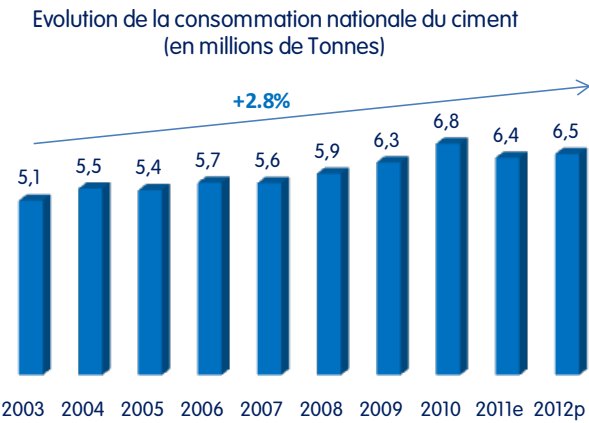
En moyenne, cette production est estimée à 7,2 millions de tonnes par an, permettant de répondre aux besoins du marché intérieur en cette matière, soit 6,5 millions de tonnes par an. Avec l'ouverture du cimentier de Kairouan, nouvelle unité de la Sotacib, en Avril 2012, la capacité de production nationale s'est hissée de 4 000 tonnes par jour, soit une production annuelle de 1,2 million de tonnes, portant ainsi la production nationale à 8,4 millions de tonnes par an.

Au titre de l'année 2011, les incidents survenus ont influencé l'ensemble des secteurs de l'économie Tunisienne.

L'industrie nationale de ciment n'était pas en reste et a enregistré une régression de sa production par rapport à l'année 2010. Ceci est dû aux arrêts de la production qu'a connu l'ensemble des cimentiers estimés à une moyenne entre 13 jours et 30 jours en raison des perturbations sociales et sit-in dans les sites de production notamment, l'arrêt de la cimenterie de Gabés de 47 jours et d'Enfida de 2 mois et demi.

À cet effet, la production de clinker s'est établie à 5 473 883 tonnes, en baisse de 15% par rapport à 2010. De même, la production de ciment a diminué de 12% à 6 642 005 tonnes, alors que celle de chaux a passé de 346 084 tonnes à 281 697 tonnes en 2011.

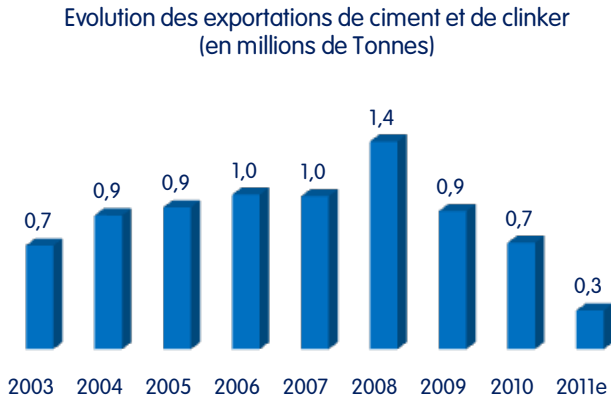
La consommation nationale du ciment a affiché un taux de croissance annuel moyen de 2,8% sur la période 2003-2011, s'établissant à 6,4 millions de tonne, in fine.



En 2011, la consommation nationale a diminué de 72% pour le clinker à 70 194 tonnes, de 6% pour le ciment à 6 392 916 tonnes et est passée de 337 654 tonnes à 291 089 tonnes pour la chaux.

En termes prévisionnel, et en raison de la reprise des travaux publics, des programmes de construction des logements sociaux et de la réhabilitation des logements rudimentaires prévus depuis 2012, la consommation nationale s'établira à 6,5 millions de tonne estimée pour 2012, en hausse de 1,7% par rapport à l'année 2011.

Sur un autre volet, les exportations du ciment et du clinker ont enregistré une croissance annuelle moyenne négative de 11,6% entre 2003 et 2011. En effet, jusqu'à 2008, la production de ciment a largement comblé la demande nationale en cette matière, permettant d'exporter l'excédent qui a culminé en 2008 à 1,4 millions de tonnes. En 2009, ce trend haussier a été interrompu par la baisse de la production à 7,2 millions de tonnes contre une hausse de la consommation à 6,3 millions de tonnes. La baisse des exportations a été accentuée par l'arrêt de l'exportation du clinker en 2010.



Toutefois, il est judicieux de signaler qu'un important créneau d'exportation illicite est développé, essentiellement vers la Libye, permettant de bénéficier des prix de vente compétitifs du marché Tunisien par rapport aux marchés du ciment limitrophes.

En 2011, et afin d'assurer un approvisionnement régulier du marché en ciment, plusieurs décisions ont été prises, notamment l'arrêt de l'exportation de cette matière en faveur de la satisfaction de la demande nationale.

À cet effet, les exportations de ciment ont accusé un recul de 63%, passant de 710 437 tonnes en 2010 à 259 501 tonnes en 2011. Toutefois, la capacité de production programmée de 8.4 millions tonnes par an pourrait couvrir la demande intérieure pour les années à venir avec une marge d'exportation qui n'excédera pas les 30% de la production totale, respectant à cet égard, les quotas fixés par l'Etat Tunisien dans le cadre de la régularisation du secteur cimentier.

L'optimisme est de mise...

Le marché du ciment en Afrique et en particulier en Tunisie, se situe dans une phase embryonnaire par rapport aux autres marchés mondiaux, notamment le marché Européen, Américain et Asiatique. A cet effet, une importante marge d'évolution s'offre à cette industrie, afin d'assurer son expansion. Pour se faire, plusieurs axes de développement peuvent être considérés.

Premièrement, un examen des prix pratiqués pour la vente d'une tonne de ciment, montre que les prix Tunisiens demeurent parmi les plus faibles dans le monde. A titre indicatif, une tonne de ciment se traite à 74DT en Tunisie, contre un prix moyen de 215DT/Tonne en Afrique et dépassant même les 225 DT/Tonne dans certains pays du continent. Ce différentiel de prix constitue un gain potentiel pour les cimentiers Tunisiens qui peuvent profiter de cet avantage compétitif, surtout avec l'ouverture des frontières pour l'exportation et l'éventuel démantèlement des restrictions gouvernementales imposées sur le marché de l'export, en faveur de la satisfaction de la demande du marché local.

Prix de vente d'une tonne de Ciment en Afrique (DT)

Pays	Prix de vente/Tonne (DT)
Algérie	111
Cameroun	270
Egypte	107
Gabon	330
Ghana	210
Kenya	281
Maroc	135
Nigeria	257
Sénégal	210
Afrique du Sud	182
Tunisie	74
Zambie	345
Ouganda	288
Prix de vente moyen en Afrique	215

Taux d'usage des combustibles alternatifs dans le monde

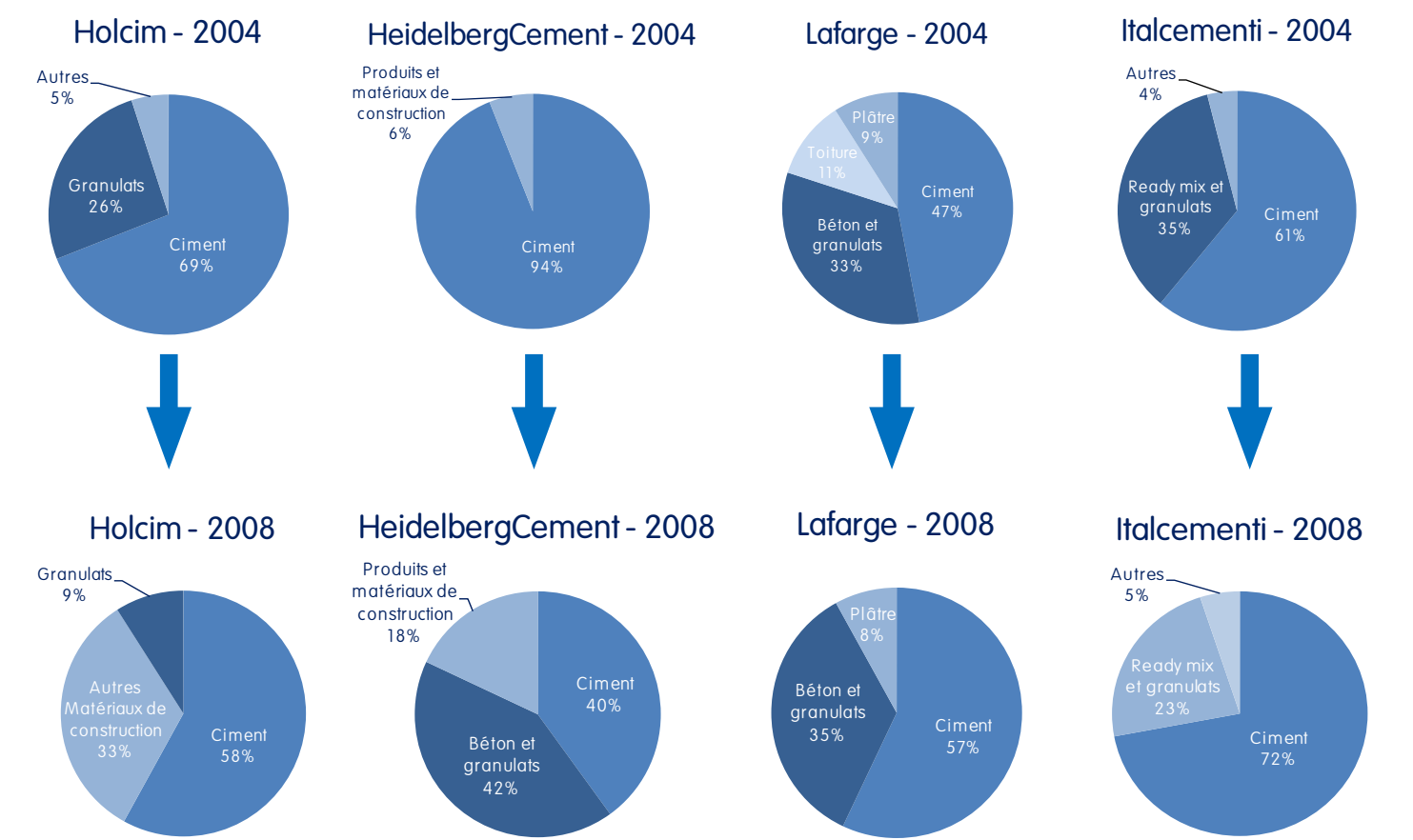
Région	Fossiles et Mix déchets	Biomasse	Taux d'usage Total
Afrique	1,1%	1,3%	2,4%
Asie	4,9%	4,7%	9,6%
Brésil	7,5%	11,2%	18,7%
Amérique Centrale	8,9%	0,7%	9,6%
Chine	0,0%	0,1%	0,1%
Europe	25,7%	4,9%	30,6%
Inde	0,3%	0,4%	0,7%
Japon, Australie et Nouvelle Zélande	13,1%	2,1%	15,2%
Moyen-Orient	1,8%	0,2%	2,0%
Amérique du Nord	11,6%	1,9%	13,5%
Amérique du Sud (excl. Brésil)	4,0%	2,1%	6,1%

Deuxièmement, et toujours dans l'objectif d'une amélioration de leur efficacité opérationnelle, les cimentiers Tunisiens peuvent s'orienter vers l'utilisation des énergies alternatives à la place des combustibles fossiles classiques. Plusieurs cimentiers internationaux ont lancé un programme de substitution par des combustibles alternatifs, pour l'essentiel des déchets d'origine industrielle, ménagère ou végétale. A titre indicatif, pour Lafarge, ces combustibles représentent aujourd'hui près de 13% du mix énergétiques du groupe. Au Sénégal, la Sococim Industries, filiale du groupe Vicat, a également noué un partenariat avec une nouvelle décharge pour y installer un centre de tri qui doit permettre de collecter 22 000 tonnes de déchets plastiques pour les transformer en combustibles. Cependant, bien que ces solutions viennent compléter les autres dispositifs d'élimination des déchets, encore peu développés dans les zones urbaines des pays émergents, le taux d'usage des ces combustibles alternatifs en Afrique demeure le plus faible à 2,4%, comparativement aux pays développés.

Troisièmement, à l’instar des gros acteurs présents sur le marché international du ciment, les cimentiers Tunisiens peuvent étendre leur gamme de produits à travers une diversification de leurs portefeuilles. Une analyse de la composition des portefeuilles produits de certains cimentiers de renom, montre une redistribution du poids des différents produits durant la dernière décennie.

En 2004, le ciment constituait le produit de base pour les cimentiers et représentait en moyenne 80% des ventes totales. En 2008, après le développement de plusieurs autres produits génériques, notamment les granulats, le Ready-Mix, le béton, le HRS et autres, le ciment ne représente qu’environ 50% des ventes. En considérant les impacts environnementaux de façon globale, ces matériaux peuvent répondre aux problématiques de construction durable. Aussi, l’utilisation de combustibles alternatifs pour sa production ou le développement de produits innovants permet à ces matériaux génériques de se révéler économes en énergie à l’usage.

Evolution Mix Produits entre 2004 et 2008

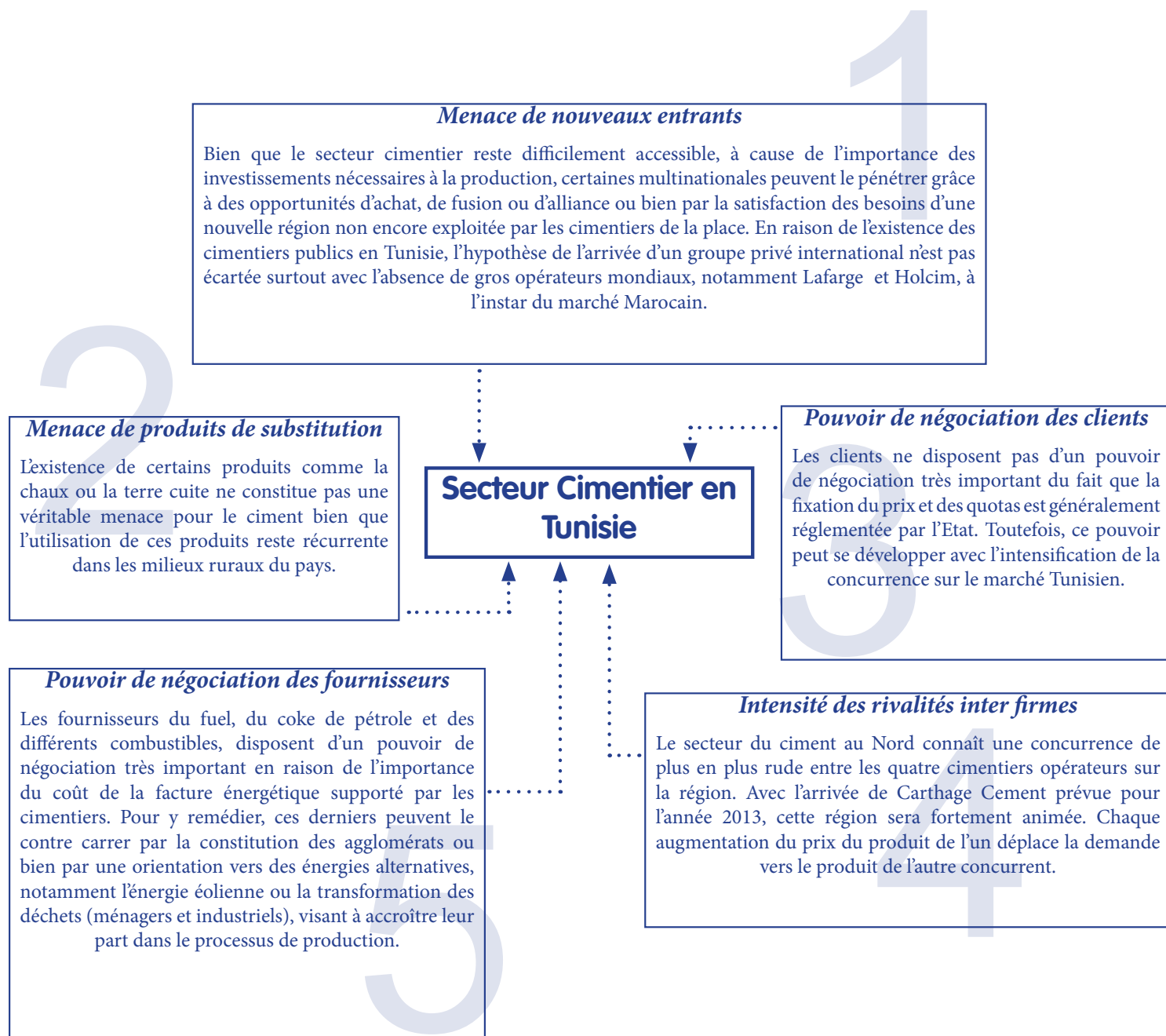


Source: JPMorgan

Par ailleurs, nous tablons sur une bonne progression du marché du ciment en Tunisie, vu le dynamisme des activités du bâtiment et travaux publics. En effet, il y a lieu de citer l’activité du bâtiment soutenue par les programmes de logements sociaux et par la progression de l’auto-construction. Entre 2012 et 2015, une réhabilitation intégrée de 73 quartiers, dont 39 quartiers dans les gouvernorats intérieurs du pays, au profit de près de 430 000 habitants, est programmée. D’autre part, le ministère de l’équipement a mis en place, courant l’année 2012, un programme relatif au développement des systèmes de planification territoriale et urbanistique, à travers la révision et l’actualisation du cadre juridique.

Tous ces éléments devront insuffler un nouvel élan à l’industrie cimentière en Tunisie et entraîner à terme, une professionnalisation du marché du ciment.

Analyse Porter du secteur cimentier Tunisien



Fiche valeur
Carthage Cement
Analyse, Evaluation et Recommandation

Carthage Cement

Présentation de la société

Carthage Cement est une société industrielle de fabrication d'agréats, de ciment et de bétons. Actuellement, l'activité de la société se limite à l'extraction et la vente d'agréats destinés essentiellement à la production de matériaux de construction pour le secteur des BTP. La carrière de Carthage Cement est située à Jbal Ressas (région de Mornag), à une quinzaine de kilomètre du Sud Est de la ville de Tunis, sur une superficie de 218 hectares, renforcée par un terrain de 140 hectares loué. Cette carrière renferme des réserves de qualité exceptionnelle estimées à 500 milles tonnes, assurant 100 années d'exploitation.

En 2009, Carthage Cement a fait appel à FLSmidth, leader mondial dans l'industrie du ciment, pour la construction de sa cimenterie, une des plus grandes cimenteries en Afrique du Nord, d'une capacité de production nominale de 2,5 millions de tonnes de ciment par an.

L'entrée en production de la cimenterie est prévue pour l'été 2013. Plusieurs travaux de construction sont achevés, d'autres ont atteint un stade avancé de construction.

Structure du capital social

Actionnariat	
BINA CORP	50,24%
Slim Riahi	5,14%
Fethi Naifer Grp	5,12%
Ashby Capital	3,78%
Flottant	35,72%
Total	100,00%

Dates clés

2008	Carthage Cement S.A a été créée suite à la scission totale de la société « Grandes Carrières du Nord ».
2010	Introduction sur le marché alternatif de la Bourse de Tunis, ouvrant 40% de son capital au public, évalué alors à 271 MDT.
2011	Confiscation des parts de Belhassen Trabelsi, évaluées à 56.24% du capital de Carthage Cement et nomination d'un administrateur judiciaire, représentant de l'Etat, à la tête de la société.
2013	Augmentation de capital par émission de 26 710 506 actions de 1 DT de nominal, portant le capital social à 172 134 413 actions

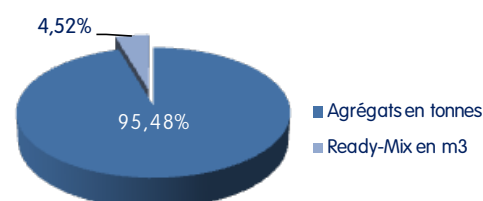
Description de l'activité

Carthage Cement intervient à l'heure actuelle principalement dans :

- La production et la vente des agrégats (gravier, ballast, tout-venant et autres), activité héritée de la société «Les Grandes Carrières du Nord». En 2012, les ventes des agrégats représentent environ 65% du total du chiffre d'affaires de la société.
- La production et la vente du béton prêt à l'emploi (Ready-mix), une activité opérationnelle depuis octobre 2010.

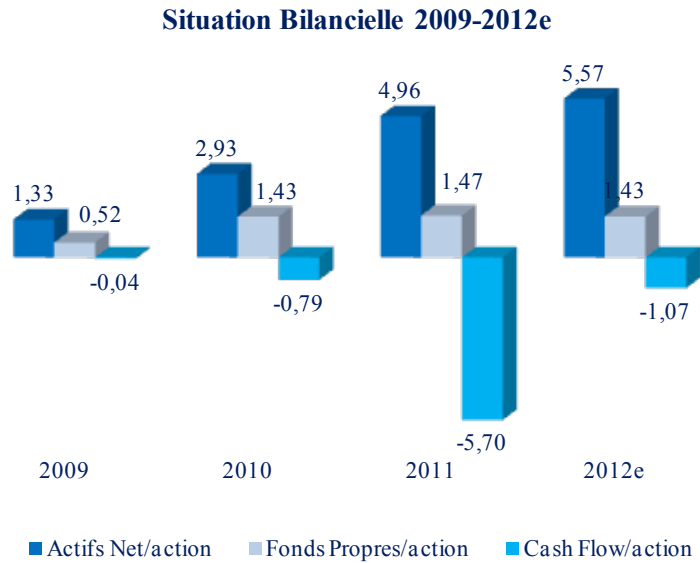
Carthage Cement entend développer ses activités sur le moyen terme à travers la production et la vente du ciment, qui entrera en exploitation à partir de juillet 2013.

Répartition de la production, 2012



Analyse Financière

1) Situation financière au 31/12/2012_e



Au titre de l'année 2012, les actifs de Carthage Cement ont progressé de 12,37% à 810 MDT.

La structure de ces actifs est dominée par les actifs non courants qui ont augmenté de 20,61% entre 2011-2012 à 776 MDT, après une forte ascension l'année précédente de 116% en raison des travaux de construction de la cimenterie, dont la valeur est estimée à 451,916 MDT.

A fin 2012, les investissements réalisés ont totalisé un montant de 153,7 MDT, portant à cet effet leur montant total depuis le lancement des nouveaux projets à 670 MDT. Le reliquat du coût de cet investissement est valorisé par le management de la société à 103,265 MDT, en date du 31/12/2012.

Au niveau des actifs courants qui totalisent un montant de 34 MDT, les stocks de la société, constitués en grande partie par des produits finis d'Agrégats, se sont élargis de 30,9% à 15,3 MDT.

Du côté des passifs, les emprunts à long terme ont poursuivi leur évolution passant de 362 MDT en 2011 à 432 MDT en 2012. Ces emprunts sont contractés auprès de 14 banques de la place et destinés au financement des travaux de construction de la cimenterie. En revanche, les dettes fournisseurs ont diminué à 15 MDT, soit plus de 60% par rapport à une année auparavant.

Coté structure bilancielle du cimentier, le fonds de roulement de Carthage Cement s'est légèrement amélioré mais reste toujours largement négatif à 22,6 MDT en 2012 contre -28,5 MDT enregistré en 2011. Cette tendance négative qui a caractérisé les deux dernières années revient essentiellement à la hausse des investissements liés aux travaux de construction entrepris par la société. En revanche, le besoin en fonds de roulement s'est établi à 8,6 MDT à fin 2012 contre -13,2 MDT une année auparavant, en raison du rétrécissement des ressources stables de la société. À cet effet, la trésorerie nette ressort négative à 31,3 MDT, à l'instar de l'exercice 2011 (-15 MDT).

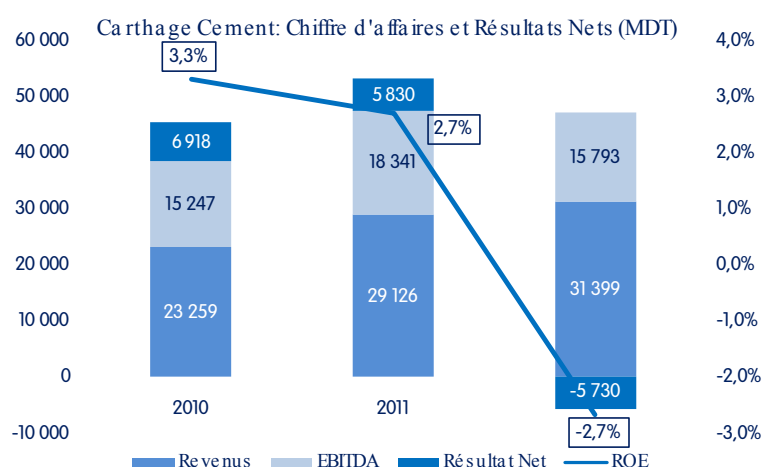
Chiffres clés et performance financière

	2010	2011	2012e
BPA	0,05	0,04	-0,033
P/E	73,43	88,80	NS
P/B	2,44	2,42	3,12
Dividend Yield	NA	NA	NA
Chiffre d'affaires (Millions DT)	29,171	35,716	37,149
Evolution du chiffre d'affaires	70,4%	22,4%	4,0%
EBITDA (Millions DT)	15,247	18,342	15,793
Evolution EBITDA	-19,2%	20,3%	-13,9%
Marge d'EBITDA	52,3%	51,4%	4,2%
VE/EBITDA	33,91	46,20	77,58
Gearing	4,41%	154,03%	269,9%

En 2012, les produits d'exploitation estimés par Carthage Cement ont enregistré une ascension de 4,0%, par rapport à 2011, s'élevant à 37,149 MDT. Cette hausse serait expliquée par l'entrée en production de la Centrale de Bir EL Kassaa réalisée en 2012.

La hausse du chiffre d'affaires a plus que compenser l'augmentation des coûts de production supportés par le cimentier, dégageant à cet effet un taux de marge brute de 81,0. Cependant, la marge d'EBITDA a quant à elle enregistré une régression, passant de 51,35% en 2011 à 42,51% en 2012, due principalement à la hausse des charges de personnel de 20,3%. Cette hausse est due à l'augmentation de la masse salariale de la société opérée en 2011 en raison des revendications sociales qu'a connu le cimentier après la révolution.

A cet effet, le résultat net de Carthage Cement estimé ressort négatif à -5,7 MDT, contre 5,8 MDT enregistré en 2011, soit une marge nette de -15,4% contre 16,3% une année auparavant.



Dans ce sillage, la rentabilité des capitaux engagés s'est repliée à -2,7% contre 2,7% en 2011.

Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
•Emplacement géographique idéal pour la production de ciment. •Carrière caractérisée par une très bonne qualité des réserves et des gisements de minéraux importants. •Partenaires techniques de renom notamment, le cabinet suisse d'Ingénieurs-Conseils, PEG SA, pour le conseil stratégique et technique, le groupe danois FLSmidth pour l'ingénierie, la fourniture et la construction clef en main de la cimenterie, le cabinet d'avocat international White & Case pour l'assistance juridique. •Cimenterie d'une capacité de production nominale de 2.5 millions de tonnes par an, une des plus grandes cimenteries en Afrique du Nord disposant d'une avancée technologique importante. •Maîtrise importante des coûts de production grâce à l'utilisation du pétcoke à raison de 80% dans le processus de fabrication. •Assistance commerciale assurée par BENA Trade, pour la commercialisation des produits de Carthage Cement. •Extension de l'activité et mise en place d'une deuxième ligne de production envisagée pour les années à venir.	•Un gearing très important reflétant la fragilité de son assise financière. •Une faible couverture territoriale.
Opportunités sectorielles	Menaces sectorielles
•Importantes incitations gouvernementales au profit du logement social, augurant d'une forte demande en ciment pour les prochaines années. •Evolution des techniques de construction orientant le marché davantage vers le béton prêt à l'emploi et le vrac. •Partenariat avec des cimentiers internationaux pour le développement de l'export. •Perspective de croissance considérable sur le marché de ciment en Tunisie. •Libéralisation du marché Tunisien du ciment	•Pénétration de nouveaux concurrents. •Exacerbation de la concurrence locale. •Coûts énergétiques élevés. •Réglementation environnementale exigeante. •Secteur réglementé par l'Etat (restriction en matière de prix et de vente).

Investissements

Au volet des investissements, il y a lieu de noter que les événements survenus en 2011 en Tunisie ont impacté l'état d'avancement des travaux de construction de la cimenterie. La date de fin des travaux a été décalée en conséquence, pour le deuxième semestre de 2013 au lieu d'août 2012. En outre, le schéma d'investissement initialement prévu a subi un réajustement vers la hausse, expliqué essentiellement par l'augmentation de la parité EUR/TND et les retards enregistrés dans la réalisation de la cimenterie.

Pour boucler définitivement son schéma de financement estimé à 773,4 MDT, le besoin d'investissement de Carthage Cement a été évalué à fin 2012 à 103,4 MDT. Afin de couvrir ce besoin Carthage Cement a procédé à une levée de fonds de 80,1 MDT à travers un appel public d'épargne auprès du marché financier par une augmentation du capital. A cet effet, le capital de la société a été porté de 145 423 907 DT à 172 134 413 DT, par la création de 26 710 506 actions nouvelles de valeur nominale de 1 DT par action émise à 3 DT à raison de 9 actions nouvelles pour 49 actions anciennes.

Perspectives 2012-2016

	2012e	2013p	2014p	2015p	2016p
Nombre d'actions*	172 134 413	172 134 413	172 134 413	172 134 413	172 134 413
BPA	N.S	0,007	0,275	0,283	0,487
Evolution BPA	-	-	3763%	3%	72%
P/E	N.S	418,83	10,84	10,55	6,14
Chiffre d'affaires	37 149	154 417	327 789	351 103	374 095
Evolution chiffre d'affaires	4,0%	315,7%	112,3%	7,1%	6,5%
Marge brute	30 104	95 061	188 438	201 866	223 899
Taux de marge brute	81,0%	61,6%	57,5%	57,5%	59,9%
Résultat d'exploitation	15 793	75 671	162 740	174 971	195 748
Evolution résultat d'exploitation	4,2%	379,1%	115,1%	7,5%	11,9%
Résultat net	-5 730	1 227	47 398	48 721	83 748
Evolution résultat net	-23,9%	-121,4%	3762,9%	2,8%	71,9%
Marge nette	-15,4%	0,8%	14,5%	13,9%	22,4%

*Lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire de Carthage Cement, tenue en Juin 2012, les actionnaires ont approuvé la décision de l'augmentation de capital de la société à 172 134 413 actions, soit 26 710 506 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 DT l'action, à émettre à 3 DT. La souscription de ces actions à débiter le 02/04/2013 pour clôturer le 16/04/2013 inclus. A la date du 3 Mai 2013, la société a communiqué le succès de l'opération d'augmentation de son capital.

Le chiffre d'affaires prévisionnel de Carthage Cement pour l'année 2013 est estimé à 154,417 MDT, et connaîtra une croissance annuelle moyenne de 34%, pour atteindre les 374,095 MDT à l'horizon de 2016.

Au niveau des charges d'exploitation, le cimentier mise sur une bonne maîtrise de ses charges grâce à l'utilisation du pétcoke à raison de 80% de l'énergie utilisée dans son processus de fabrication de ciment et qui peut atteindre selon le management de la société les 100% dans les années à venir.

En conséquence, le résultat d'exploitation de la société enregistrera une croissance annuelle moyenne de 37% entre 2013 et 2016, atteignant 195,748 MDT, in fine.

Dans ce sillage, le résultat net de Carthage Cement connaîtra une ascension notable de plus de 300% sur la période 2013-2016. L'année 2013 sera une année de transition pour le cimentier, où la hausse probante du chiffre d'affaires sera amortie par la résorption des charges d'amortissements liées aux investissements entrepris pour la construction de la cimenterie, représentant plus de 25% du chiffre d'affaires. Aussi, la hausse des charges financières aura un impact sur l'évolution du résultat net. Suivant la même tendance, la marge nette passera à 22,4% en 2016, contre 0,8% en 2013.

**Une croissance de
309% du résultat
net sera enregistrée
entre 2013-2016**

**Une performance
économique
indissociable au
développement
durable**

Dans ce contexte, il convient de noter que le business plan avancé par Carthage Cement, portant sur les réalisations prévisionnelles de la période 2013-2016, pourrait faire l'objet d'un réajustement à la hausse, tenant compte de plusieurs facteurs. En effet, une ascension des bénéfices nets peut être enregistrée, en raison d'une part, de la hausse du chiffre d'affaires du cimentier qui peut être occasionnée par l'exportation d'un quota maximal autorisé par l'Etat, soit 30% de la production totale, contre un taux de 20% envisagé par la société lors de l'élaboration de son business plan, ou bien même par une libéralisation totale du marché national du ciment.

D'autre part, et toujours dans le cadre de sa politique de réduction des charges d'exploitation, Carthage Cement projette l'utilisation du fuel alternatif qui remplace en partie les combustibles fossiles classiques (pétcoke, fuel lourd, charbon, etc.). Ces combustibles de substitution sont issus de deux types de déchets: pneus déchiquetés, résidus de broyages automobiles, plastiques huiles usagées, etc., ou biomasse (boues de stations d'épuration, farines et graisses animales, etc.). L'incinération des déchets permettra à Carthage Cement de réduire ses coûts énergétiques qui représentent 50% du coût total de production, ainsi que la révision à la hausse de 10% de son business plan élaboré, eu égard l'avantage environnemental qu'offre la valorisation de ces déchets.

Évaluation de la société

L'évaluation de Carthage Cement offre à tout investisseur une vision stratégique sur le potentiel de croissance du cimentier, tenant compte de l'augmentation de capital opérée récemment, ainsi que de l'éventuelle opération de cession de bloc d'actions projetée par l'Etat Tunisien au cours des prochains mois. Pour les besoins d'évaluation de la société et tenant compte de la spécificité du secteur d'activité ainsi que de la pertinence de l'information disponible, deux approches d'évaluation ont été considérées:

- 1- L'approche d'évaluation par les flux.
- 2- L'approche analogique.

1) L'approche d'évaluation par les flux: La méthode des Free Cash Flows Discrétionnaires

L'approche des flux est communément reconnue comme étant une méthode d'évaluation fondamentale d'entreprises, d'autant plus pour les entreprises opérant dans le secteur du ciment, compte tenu de l'importance des cash flows générés par cette activité. Lors de l'évaluation de Carthage Cement, la méthode des Free Cash Flows Discrétionnaires a été appliquée. Cette méthode suppose l'actualisation des Cash flows après remboursement de la dette et des charges d'intérêts. Ces Cash flows représentent le cash généré par l'exploitation et disponible pour les actionnaires uniquement.

Hypothèses sous-jacentes à la méthode des Free Cash Flows Discrétionnaires

Avant d'exposer la méthode de calcul adoptée, nous commençons notre évaluation par la présentation des hypothèses émises pour la détermination de la valorisation du titre Carthage Cement.

Dans ce sillage, et tenant compte de l'évolution de la structure du capital de Carthage Cement durant les années à venir, nous avons choisi de prendre en considération dans nos calculs des paramètres relatifs à chaque année, distinctement :

- Le taux sans risque est le taux actuariel du Bon de Trésor à long terme (12 ans), d'échéance août 2022.

- Le taux d'actualisation est le coût des capitaux propres.
- Le coût des capitaux propres est le taux de rentabilité exigé par les actionnaires de la société. Il est déterminé à travers le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF ou CAPM), présenté comme suit:

$$\text{Coût des capitaux propres} = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

- Avec:
- r_f : Taux sans risque
 - r_m : Taux de rendement du marché
 - ($r_m - r_f$): Prime de risque
 - β : La volatilité des actions de la firme

- Bêta (β) mesure la sensibilité des actions de la firme par rapport au marché. Toutefois, compte tenu de l'endettement pesant sur la structure du capital de Carthage Cement, nous avons procédé à la détermination du bêta endetté, calculé comme suit:

$$\text{Bêta endetté} = \text{Bêta sans dette} \times (1 + (1 - IS) \times (\text{Dette} / \text{Capitaux propres}))$$

- La période d'actualisation retenue pour l'évaluation de Carthage Cement est de 3 ans et 9 mois, allant du mois d'avril 2013 jusqu'à fin 2016.

	2013	2014	2015	2016
Taux sans risque (BTA actuariel, 12 ans)	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%
Taux d'impôt	20%	20%	30%	30%
Bêta sans dette	1	1	1	1
Bêta endetté	1,54	1,47	1,38	1,29
Prime de risque	6,89%	6,89%	6,89%	6,89%
Coût des Capitaux propres	16,87%	16,40%	15,76%	15,17%

Approche méthodologique : Méthode des Free Cash Flows Discrétionnaires

Les Free Cash Flows Discrétionnaires représentent le cash disponible pour les actionnaires après le financement de toutes les dépenses liées à l'investissement et le paiement des charges liées à l'exploitation de la société (frais personnel, dettes fournisseurs, impôts, etc.) et de son endettement. Cette méthode est largement utilisée au cours du processus d'achat ou de vente d'une entreprise, afin de fournir une estimation du cash qui serait disponible à un nouveau propriétaire.

	2013	2014	2015	2016
Cash Flows d'exploitation	63 114	158 840	172 191	183 416
Capex	65 724	4 000	23 000	4 500
Free Cash Flows Discrétionnaires	-2 610	154 840	149 191	178 916
Free Cash Flows Discrétionnaires actualisés	-2 322	118 705	99 760	105 360

Somme des FCD actualisés	321 503
Taux de croissance à l'infini	1,5%
Valeur terminale	1 328 804
Valeur terminale actualisée	782 509
Valeur des fonds propres	1 104 011
Nombre d'actions	172 134
Valeur par action (DT)	6,41

La méthode des cash earnings fait ressortir une valeur par action de Carthage Cement de **6,41 DT**.

2) L'approche analogique

L'approche analogique ou méthode de valorisation par les comparables, permet d'apprécier la valeur de marché d'une entreprise en fonction de ses principales références sectorielles, boursières et transactionnelles. Celles qui seraient en fait considérées comme référence par des investisseurs potentiels.

Dans le cas présent de valorisation de Carthage Cement, deux méthodes ont été adoptées :

1-la méthode des multiples des transactions, faisant référence à des transactions passées opérées sur le secteur cimentier. Le choix de cette méthode est dicté par l'opération de cession de bloc d'actions majoritaire de la société Carthage Cement, projetée par l'Etat Tunisien dans les mois qui viennent. Cette méthode permet la détermination de la valeur d'une entreprise par référence au prix payé pour l'acquisition de sociétés actives dans le même secteur.

2-la méthode des multiples des sociétés comparables, faisant référence au multiple d'EBITDA. Ce multiple permet de mettre en évidence le profit généré par l'activité indépendamment des conditions de son financement (les charges financières), des contraintes fiscales (impôts et taxes), du renouvellement de l'outil d'exploitation (amortissements) et des risques (provisions). Ce multiple est donc « exportable » puisqu'il est indépendant de la fiscalité nationale et des décisions de gestion des dirigeants.

2.1) La méthode des multiples des transactions

Cette méthode repose sur l'identification d'un échantillon d'acquisitions récentes d'entreprises opérant dans le secteur du ciment en Tunisie ou sur des marchés similaires. En raison de la non disponibilité d'informations sur des transactions comparables sur le marché Tunisien, notre échantillon s'est basé sur des acquisitions opérées sur le marché international du ciment durant la dernière décennie.

Deals réalisés	Multiple VE/EBITDA
Secil par Semapa, 2012	14,6
Hanson par HC, 2007	12,9
Uniland par CPV, 2006	12,5
OCI par Lafarge, 2007	11,6
Florida Rock Ind. Par Vulcan, 2007	11,2
Rinker par Cemex, 2006	10,4
Agg. Ind. par Holcim, 2005	10,2
Blue Circle par Lafarge, 2001	10,1
Camargo par Cimpor, 2012	9,1
LNA par Lafarge, 2006	9,0
HeidelbergCement par Sophn Cement, 2005	8,3
RMC par Cemex, 2004	7,2
Southdown Cement par Cemex, 2000	6,9
APAC par CRH, 2006	5,9
Cemex Australia par Holcim, 2009	5,5
Médiane des multiples	10,15

Tenant compte d'un multiple de transaction de 10,15x et sur la base de l'EBITDA 2014, année de pleine production du cimentier, la valorisation de Carthage Cement se présente comme suit :

Multiple VE/EBITDA	10,15
EBITDA Carthage Cement 2014	162 740
Valeur d'Entreprise Carthage Cement	1 651 811
Dettes nettes	562 312
Valeur des fonds propres	1 089 499
Nombre d'actions	172 134
Valeur par action (DT)	6,33

Selon la méthode des multiples de transactions, la valeur par action de Carthage Cement ressort à **6,33 DT**.

2.2) La méthode des multiples des sociétés comparables

Cette méthode vise la détermination de la valeur de Carthage Cement en se référant à une comparaison du multiple d'EBITDA, relatif à un échantillon de cimentiers cotés et opérant dans le secteur du ciment dans les pays développés et émergents.

Cimentiers cotés	EV/EBITDA
Anhui Conch Cement Co Ltd	6,39
Asia Cement Corp.	15,16
Cementos Argos SA	12,94
Shree Cement Ltd.	8,81
PT Holcim Indonesia Tbk	8,22
Qassim Cement Co.	9,97
Taiwan Cement Corp	9,90
Yamama Saudi Cement	8,19
Southern Province Cement Co	10,71
Médiane	9,90

Tenant compte d'un multiple d'EBITDA de 9,90x et sur la base de l'EBITDA 2014, année de pleine production du cimentier, la valorisation de Carthage Cement se présente comme suit :

Multiple VE/EBITDA	9,90
EBITDA Carthage Cement 2014	162 740
Valeur d'Entreprise Carthage Cement	1 611 126
Dettes nettes	562 312
Valeur des fonds propres	1 048 814
Nombre d'actions	172 134
Valeur par action (DT)	6,09

Selon la méthode des multiples des sociétés comparables, la valeur par action de Carthage Cement ressort à **6,09 DT**.

Ainsi, la valorisation globale de Carthage Cement selon l'approche analogique se présente comme suit:

Synthèse de valorisation de l'approche analogique

(1) Méthode des Multiples de transactions	6,33
(2) Méthode des Multiples des sociétés comparables	6,09
Valeur moyenne par action de Carthage cement (DT)	6,21

3) Autres éléments de valorisation

Outre les méthodes d'évaluation retenues précédemment, plusieurs autres éléments peuvent représenter une base de valorisation pour le titre Carthage Cement.

A ce niveau, il s'avère opportun de signaler que les différentes méthodes d'évaluation retenues pour la valorisation de Carthage Cement, selon l'**approche analogique**, ont été constituées à partir d'un échantillon composé de cimentiers déjà en activité sur le marché international. Les cimenteries de ces sociétés sont en conséquence amorties et requièrent des fonds additionnels pour des nouveaux investissements de restructuration et de mise à niveau pour la modernisation de leurs outils de production.

À titre d'exemple, pour l'acquisition de 53% du capital la Cimenterie Nationale Congolaise Cinat par Nova Cimangola en 2012, pour une valeur de 66 MDT, un investissement entre 60 MDT et 75 MDT a été jugé nécessaire par ses nouveaux actionnaires pour relancer ses activités, mise à part la possibilité d'achat de nouvelle carrière pour des nouvelles exploitations.

Pour le cas de Carthage Cement, la société dispose d'une nouvelle usine de très haute technologie, dont la construction a atteint un stade avancée, installée par des constructeurs de renom, leaders sur le marché international, notamment le groupe Danois FLSmidth pour l'ingénierie, la fourniture et la construction clef en main. De plus, la cimenterie est dotée d'une capacité de production inégalée sur l'Afrique du Nord, avec 2,5 millions de tonnes de ciments produits par an et issus d'une carrière de 348 ha, reconnue pour sa très bonne qualité de réserves et ses gisements précieux en minéraux. Selon plusieurs études, la dépréciation d'une cimenterie nouvellement installée, ne peut être constatée qu'après 25 à 30 ans d'exploitation. A cette date, sa capacité de production pourra atteindre 15 à 20 millions de tonnes de ciment par an.

À cela s'ajoute les opportunités d'exportation qui s'offrent à Carthage Cement, notamment avec le projet de construction de près de 530 000 logements en Libye et le déficit de l'offre sur le marché Algérien (17 millions de tonnes/an pour un besoin annuel de 20 millions de tonnes en 2012).

Sur un autre volet, si on considère la vente prochaine du bloc d'actions de Carthage Cement prévue par l'Etat Tunisien, la cession pourrait être réalisée en référence à un coût de transaction estimé en fonction de la capacité de production du cimentier, à l'instar des deals conclus sur le marché international du ciment.

À cet effet, il est à noter que durant la dernière décennie, le coût de transaction par tonne de capacité de production a connu une évolution remarquable dans le secteur cimentier. Chiffres à l'appui, le ciment se traitait à seulement 108 DT la tonne en 1999 pour s'établir à 341 DT en 2006. La persistance de cette tendance haussière pourrait être en faveur d'une valorisation plus importante des actifs de Carthage Cement. Ceci considère en effet, l'ensemble des acquisitions effectuées sur la période 2000-2012, où le coût moyen de transactions par tonne est estimé à 540 DT en Afrique, 305 DT en Amérique Latine, 297 DT à l'Amérique du nord, 236 DT à l'Europe Occidentale, 183 DT au Moyen Orient, 123 DT en Asie et 76 DT à l'Europe de l'Est.

*En Afrique, le
coût de transaction
par tonne est
estimé à 540 DT*

Evolution du coût de transaction/Tonne entre 1999-2006

Année	Cimenters	Coût de transaction/Tonne (DT)
2006	Holcim-GACL	341
2005	Holcim-ACEL-ACC	194
2004	Italcementi-Zuari	137
2000	Lafarge-Raymond	120
1999	Lafarge-Tisco	108

Source : Cris INFAC

Dernier point et non des moindres, Carthage Cement est considérée comme l'un des joyaux de l'industrie de ciment en Tunisie. La société se distingue de ses homologues du secteur par sa capacité de production la plus importante sur la région de l'Afrique du Nord, estimée à 2,5 millions de tonnes par an. D'autre part, le cimentier jouit de plusieurs

*Une carrière
exceptionnelle
en termes de
qualité et
quantité de
réserves*

avantages compétitifs notamment, d'une carrière vierge et inexploitée intégrée dans son actif et dont la durée d'exploitation est estimée à 100 ans. De plus, le gisement de Jbal Ressas a été jugé par des experts nationaux et internationaux comme l'un des meilleurs gisements de produits de carrière en Tunisie, disposant de réserves d'excellente qualité et de quantités largement suffisantes pour assurer les cinquante années requises pour la faisabilité du projet, eu égard d'une capacité de plus de 500 millions de tonnes prêts à être extraites.

Par ailleurs, et à l'encontre d'autres cimentiers du secteur, l'usine de Carthage Cement est attenante à la carrière dans laquelle les pierres extraites arrivent avec le minimum de manipulations aux concasseurs qui précèdent les fours. Cette disposition illustre bien l'avantage dont dispose Carthage Cement en termes d'accès facile et de gain de temps, permettant à la société la réduction de ses charges d'exploitation qui peuvent être occasionnées pour véhiculer les matériaux du gisement vers l'usine. A cela s'ajoute le positionnement stratégique du site et sa proximité immédiate au plus grand marché Tunisien du bâtiment et des travaux publics (le Grand Tunis, le Nord et le Centre du pays), un atout dont se prévaut Carthage Cement pour s'affirmer dans le secteur de la construction.

Outre son positionnement géographique stratégique, la cimenterie de Carthage Cement est en cours de construction et sera dotée d'une avancée technologique très importante issue de plusieurs partenariats conclus avec des opérateurs internationaux de renom, dans le cadre des travaux de construction, d'assistance et de maintenance de l'usine.

Aussi, rappelons que la carrière de Jbel Ressas a fait l'objet d'une étude géologique approfondie réalisée par deux experts géologues indépendants dont le but est d'avoir deux évaluations distinctes du gisement. Ces travaux ont mené aux évaluations suivantes :

Géologue indépendant	Valorisation de la carrière basée sur les prix adoptés par l'Etat	290 000 000
	Valorisation de la carrière basée sur l'évolution des prix sur le marché Tunisien	351 000 000
Cabinet Geo-Environnement	Valorisation de la carrière	283 000 000
Valorisation moyenne de la carrière (DT)		308 000 000

Tous ces éléments illustrent parfaitement l'avantage dont jouit Carthage Cement et peuvent soutenir davantage une valorisation plus intéressante de Carthage Cement selon l'approche analogique.

Synthèse des méthodes d'évaluation:

Méthodes d'évaluation	Valeur totale des fonds propres	Valeur par action
(1) L'approche d'évaluation par les flux	1 104 011 318	6,41
(2) L'approche analogique	1 069 156 500	6,21
Valeur moyenne de Carthage Cement (DT)	1 086 583 909	6,31

Pour conclure, la valeur cible de l'action de Carthage Cement, selon les différentes approches retenues, ressort à **6,31 DT**.

Par ailleurs, et dans le cadre de l'opération de cession de 50,24% du capital de Carthage Cement ainsi que de la participation confisquée de 6% de la famille Trabelsi, prévue par l'Etat au cours des prochains mois, cette cession pourrait susciter l'intérêt d'un grand nombre d'investisseurs étrangers, essentiellement les cimentiers européens qui cherchent désormais le désinvestissement du marché Européen pour diverses raisons.

Premièrement, l'imposition de normes rigoureuses en matière de développement durable, notamment la taxe carbone appliquée sur l'importation et l'extraction des énergies fossiles en Europe. Cette taxe contribuera à la réduction des émissions de CO₂ dues à la consommation de ces énergies. En effet, selon les dernières estimations, la fabrication d'une tonne de ciment émet un peu moins d'une tonne de CO₂, représentant par conséquent, environ 7% des émissions de CO₂ dans le monde. Avec la hausse de la taxe carbone, avoisinant 23€ par tonne de CO₂, les cimentiers sont obligés de délocaliser leurs usines en-dehors des frontières de l'Union Européenne, vers des pays n'appliquant pas cette taxe.

Deuxièmement, à l'exception de quelques différences régionales, le marché du ciment est anémique dans les pays développés et semble connaître une stagnation de la demande, intervenant après le déclin brutal de la consommation de ciment dans la plupart de ces pays, suite à la crise financière de 2008 (jusqu'à 40% aux États-Unis et en Espagne). Ceci va encourager davantage les acteurs majeurs de l'industrie du ciment à l'exploration de nouveaux marchés à forte consommation, notamment les pays de l'Afrique et du Moyen-Orient.

Dans ce contexte, il est important de signaler que même avec une part de 56% du total de la consommation mondiale, la Chine a commencé la délocalisation de ses plates formes de production et d'exportation du ciment en Afrique. Cette stratégie s'inscrit dans le cadre de l'initiative « Going Global » prise par le gouvernement chinois, permettant de bénéficier d'une source de matière première à bon prix et du développement rapide du marché intérieur Africain pour écouler une partie de sa production.

De plus, l'acquisition d'un bloc d'actions significatif de Carthage Cement, représentant plus de 50% de son capital, offre à son acquéreur l'opportunité de détenir le contrôle de la société. A cet effet, le prix cible issue du processus d'évaluation et auquel sera cédé le bloc d'actions, doit intégrer à son sein une prime de contrôle, à acquitter par l'investisseur acquéreur.

En référence à une étude réalisée par PwC sur le niveau de la prime de contrôle payée lors de l'acquisition de blocs d'actions de sociétés cotées, durant les dix dernières années, cette prime atteint en moyenne 27%. Cette étude montre aussi que les primes les plus élevées sont payées dans le cas d'acquisitions faites par les industriels dans leur secteur d'activité, et croissantes en fonction du pourcentage acquis. Dans ce cadre, nous considérons une prime de 15% applicable à la valeur du titre de Carthage Cement.

La stagnation du marché du ciment en Europe incite davantage la délocalisation des cimentiers Européens vers l'Afrique et le Moyen-Orient

La prime de contrôle moyenne, appliquée lors de la cession d'un bloc d'actions, est de 27%

Valeur moyenne par action de Carthage cement (DT)	6,31
<i>Prime de contrôle</i>	15%
Prix cible de l'action (DT)	7,26

Ainsi, la valeur par cible de l'action de Carthage Cement, selon les différentes approches retenues, ressort à 7,26 DT. Nous estimons que ce prix cible déterminé pourrait faire l'objet d'un réajustement à la hausse compte tenu de plusieurs éléments de valorisation susmentionnés. Aussi, nous considérons que cette valorisation représente le prix minimum qu'un potentiel acquéreur devrait payer pour l'acquisition d'un bloc de contrôle de Carthage Cement, compte tenu du potentiel de développement incontestable dont jouit la société.

Recommandation

Une valeur à un avenir prometteur

De par ses caractéristiques distinctives, Carthage Cement est dotée d'un potentiel de développement très important dans les années à venir. Avec une production nominale de 2.5 millions de tonnes de ciment par an, une des plus grandes capacités dans la région de l'Afrique du Nord, la cimenterie de Carthage Cement vient renforcer un marché Africain étroit, et une demande non comblée par les cimentiers déjà existants. En effet, les cimenteries présentes sont relativement anciennes, en partie amorties et inefficaces. Aussi, la société peut encore augmenter sa capacité de production à travers l'installation d'une deuxième ligne de production, dont la mise en place est déjà autorisée.

D'autre part, une éventuelle libéralisation totale du marché du ciment en Tunisie et une levée des restrictions à l'exportation du ciment par le gouvernement, offrent à Carthage Cement l'opportunité d'augmenter considérablement son chiffre d'affaires prévu pour les années à venir. Cette croissance serait redevable à des prix de vente plus élevés par rapport aux prix appliqués actuellement, mais toujours compétitifs, comparativement au reste du monde. Aussi, les ventes à l'export seront exonérées d'impôt et subiront une variation positive des taux de change de l'euro contre le dinar tunisien.

Par ailleurs, tenant compte de son emplacement stratégique, et de la proximité de son site du grand Tunis, qui draine environ 50% de la consommation nationale du ciment, Carthage Cement dispose de l'opportunité de mettre en place son propre quai sur le pont de Rades. Ceci permettra au cimentier de réduire la distance parcourue dans l'acheminement de sa marchandise à l'export ou à l'import d'environ 60 km et diminuer en conséquence, les charges liées à cette opération, estimées à 20 DT/km et d'accroître concomitamment, ses produits hors exploitation, surtout avec le nombre limité des plateformes portuaires dédiées aux échanges commerciaux dans le continent Africain.

De surcroît, tenant compte de la structure géologique de sa carrière et de la qualité exceptionnelle de ses réserves, Carthage Cement pourrait procéder à l'extension de son activité et adopter une stratégie de diversification de sa gamme de produits, à l'instar des grands acteurs cimentiers mondiaux. Eu égard l'activité principale de fabrication du ciment, la production d'autres produits génériques peut être développée, notamment les granulats, le Ready-Mix, le béton, le HRS, etc. Ceci permettra à Carthage Cement d'être compétitive dans un marché Africain, où la demande croissante n'est guère comblée par la quantité du ciment produite. Aussi, Carthage Cement bénéficiera d'une position de leader

face à un nombre réduit des cimenteries existantes, ayant des installations vétustes et une faible intensité technologique employée dans leur processus de fabrication. Ces facteurs accablent davantage l'expansion des cimentiers Africains et leurs privent de mieux développer leur activité.

Tous ces éléments font de Carthage Cement une opportunité d'investissement intéressante. Au delà de la simple cession d'une cimenterie, l'opération projetée par l'Etat Tunisien portant sur la vente du bloc majoritaire d'actions du cimentier, représente dans l'ensemble l'abandon de tout un pôle industriel et technologique qui mobilise les facteurs clefs de la compétitivité, tenant compte de l'infrastructure mise en place et de la technologie installée. Le cédant, l'Etat Tunisien, se prive ainsi de l'opportunité de conforter des activités industrielles à fort contenu technologique, d'accroître l'attractivité du marché Tunisien grâce à une visibilité internationale renforcée, de favoriser la croissance et stimuler l'emploi.

À la lumière de ce qui précède, nous estimons qu'une valeur par action de 7,26 DT, issue de nos travaux d'évaluation, représente le prix minimum qu'un investisseur devrait payer pour l'acquisition d'un bloc de contrôle de Carthage Cement. Par ailleurs, bien que ce prix théorique affiche un upside de 96% par rapport à sa valeur marchande actuelle (3,70 DT), nous tablons sur une évolution plus importante de ce prix dans les années à venir, tenant compte du potentiel indéniable dont jouit la société.

Nous recommandons l'ACHAT du titre Carthage Cement.



MAXULA BOURSE

Tél: (+216) 71 960 530 / 71 960292
Fax: (+216) 71 960 565,
maxulabourse@topnet.tn
www.maxulabourse.com.tn

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez
Les Berges du Lac 1053
Tunisie.

