

FLASH VALEUR

Carthage Cement

Matériaux de construction

Mercredi 26 Mai 2010

Prix d'introduction : 1,900 DT

Recommandation : Souscrire

Période des souscriptions : du 24 mai au 2 juin 2010

Capitalisation boursière

Avant OPF : 136,1 MDT

Après OPF : 271 MDT

PER 09 47,46 avant augmentation

PER 10 59,14 après augmentation

Données financières

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROCE	4,48%	2,54%	3,09%	1,95%	9,61%	13,70%
ROE	3,94%	2,13%	5,81%	2,68%	15,59%	21,28%
FCF	-22,46	-225,07	-202,09	-39,81	140,18	169,81
BFR	12,66	10,67	11,73	15,92	18,67	19,62
Gearing	89%	45%	186%	191%	144%	89,67%

Objectif de l'introduction

L'introduction de la société sur le marché alternatif est venue conforter les objectifs du management quant au développement de l'activité ciment. La levée de fonds devrait contribuer au financement de l'investissement de 550 MDT que Carthage Ciment compte entreprendre en vue de créer les deux unités : Ciment et Ready Mix.

Le choix du marché alternatif est motivé par le jeune âge de la société n'ayant que deux années d'existence et qui reste un projet de cimenterie. Par cette introduction, le marché boursier tunisien verra la plus grande levée jamais réalisée soit 134,9MDT.

« Ca sera la première cimenterie en Afrique », se réjouit le directeur générale de Carthage Cement, M. Lazhar Sta. Cette cimenterie aura à l'issue de 2012, date de son entrée en exploitation, une capacité de production annuelle de 2,3 million de tonnes de marché.

Les cimentiers vont largement profiter des plans de développement de l'économie tunisienne. Comme la zone Afrique/Moyen-Orient, la consommation de ciment en Tunisie suivra la croissance des dernières années : les besoins en infrastructures et en logement (croissance démographique, élévation du niveau de vie, urbanisation...) étant les principaux drivers.

Points Forts

Une conjoncture très favorable du marché du ciment local.

La société est propriétaire de la carrière dont la superficie est de 218Ha.

Un positionnement géographique attractif où l'emplacement stratégique du site constitue un atout majeur.

Un retour sur investissement certain à partir de l'année 2012.

Un prix d'introduction intéressant ne tenant pas compte de l'entrée en production des deux nouvelles unités.

Points faibles

Un investissement lourd dont le fardeau pèsera sur la structure financière de la société.

Un endettement très important dont les termes évolueront en fonction de la progression des taux.

Des risques de retards dans les délais de réalisations du projet.

COMPTE DE RESULTAT

En mDT	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total revenu	26 180	37 867	66 790	171 692	316 356	344 245
Marge brute	25 670	32 638	50 066	111 748	199 629	222 667
Taux (%)	98,05%	86,19%	74,96%	65,09%	63,10%	64,68%
EBIDTA	18 878	23 771	37 475	80 236	162 114	184 050
Marge EBIDTA	72,11%	62,78%	56,11%	46,73%	51,24%	53,46%
EBIT	10 743	14 567	26 817	37 283	86 940	108 814
Marge de l'EBIT	41,03%	38,47%	40,15%	21,72%	27,48%	31,61%
Résultat net	2 992	4 585	13 284	6 300	39 469	59 922
Marge nette	11,43%	12,11%	19,89%	3,67%	12,48%	17,41%

➤ Historiquement...

La société Carthage Cement est une société anonyme créée en Octobre 2008 à l'issue d'une scission totale de la société « Les Grandes Carrières du Nord » qui a transféré à Carthage Cement son patrimoine foncier ainsi que son usine de concassage pour la production des agrégats.

La société intervient à l'heure actuelle principalement dans la production et la vente des agrégats issus de la carrière de Jbel Rsas.

Carthage Cement entend développer ses activités sur le moyen terme à travers deux importants créneaux :

- ▶ La production et la vente du béton prêt à l'emploi (Ready-Mix), opérationnelle à partir d'Octobre 2010 ;
- ▶ La production et la vente du ciment, qui entrera en exploitation à partir du deuxième semestre 2012.

L'activité de la société se résume jusqu'en 2010 à la production et la vente du produit « agrégats ». Le gravier représente environ 60% des ventes avec un chiffre d'affaire totale de l'ordre de 13,7MDT. Le résultat d'exploitation issu de cette unité est de 10,7 MDT et un résultat net de 2,87MDT. Constat frappant, la société souffre d'une faible rentabilité financière (ROE 3,94%) où l'activité agrégats rémunère modestement le capital de 75MDT. La société, en recherche de profit, se tournera vers la diversification de ses activités, notamment l'activité ciment qui pourrait constituer un envol pour Carthage Cement.

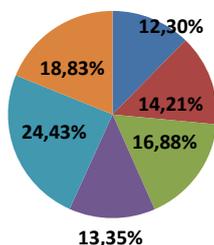
➤ Marché de cimenterie

Jouissant d'une demande locale et régionale croissante, l'industrie des matériaux de construction en Tunisie est en rapide évolution, notamment dans le secteur du ciment suite à la consolidation des investissements. En effet, la proximité des gisements de matières premières et l'existence des infrastructures nécessaires ont favorisé l'extension des investissements de plusieurs groupes Européens. Ceux-ci ont manifesté leurs intérêts pour l'industrie du ciment en Tunisie où l'on compte cinq cimenteries sur sept qui ont été privatisées par des nationalités italienne, espagnole et portugaise.

Structure de l'actionariat

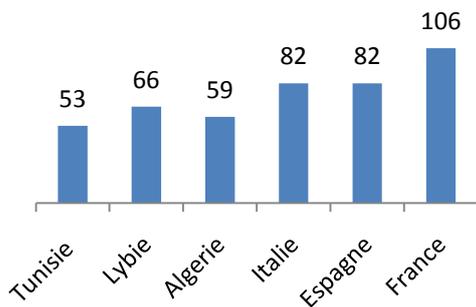
capital	Nombre de titres	% du
Avant OPS:		
BINA Corp	71 680 000	100%
Public	0	0,00%
Investisseurs privés	0	0,00%
Après OPS :		
BINA Corp	71 680 000	50,24%
Public	67 706 267	47,45%
Investisseurs privés	3 293 733	2,31%

- Société les Ciments Artificiels Tunisiens (CAT)
- Les Ciments de Bizerte (SCB)
- Société de Ciments de Gabès (SCG)
- Les Ciments d'Oum El Kelil (CIOK)



La production des six cimenteries du pays a atteint 7,32 millions de tonnes en 2008, contre 6,93 millions de tonnes une année auparavant, soit une croissance de 5,63%. Cette nette évolution est venue satisfaire les besoins d'une demande intérieure et extérieure en croissance soutenue. Les exportations de ciment ont atteint 1,187 millions de tonnes en 2008 soit 14% de la production totale contre 30% initialement prévu par la réglementation.

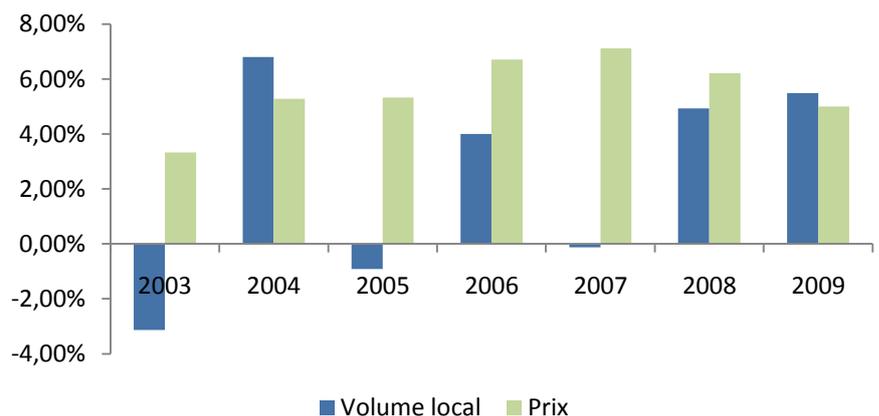
Prix de vente du ciment sur la méditerranée
(en \$ par tonne en 2008)



Le ministère de l'industrie, de l'énergie et des petites et moyennes entreprises, a fait une première estimation de l'impact de ces perspectives notamment en terme croissance de la consommation de ciment. La demande de ciment à moyen et long termes devrait augmenter de 4,5% par an avec un pic allant jusqu'à 7% en 2013-2014, due aux projets d'infrastructures et de construction immobilière en Tunisie.

➤ Résistance des prix

Historiquement, les prix du ciment ont montré une certaine inélasticité à l'évolution des volumes sur le marché local. L'évolution des prix de vente sur le marché local sur la période 2002-2009 est de l'ordre de 5,6% pour des ventes évoluant annuellement à 2,3%.

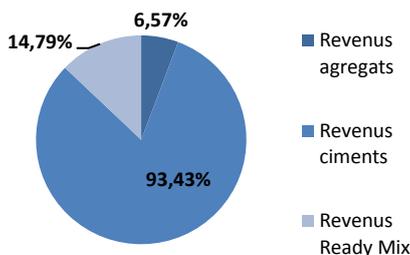


Ceci s'explique essentiellement par le fait que le ciment est un marché local dont les coûts de transport sont assez élevés. Il est estimé que la zone d'action d'une cimenterie est de l'ordre de 100 à 200 km par voie terrestre limitant ainsi la concurrence directe entre les sites.

Une "guerre des prix" dans ce secteur est assez difficilement envisageable dans la mesure où la proximité de la cimenterie est un avantage concurrentiel capital.

Sur le marché international, la Tunisie se trouve être l'un des pays de la région Méditerranéenne qui offre la production la moins cher de la région (53 Dollars la tonne contre 106 Dollars pour la France).

Composition du revenu (2013)

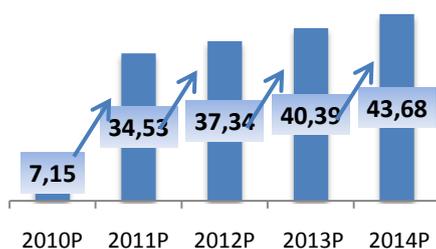


➤ Position concurrentielle

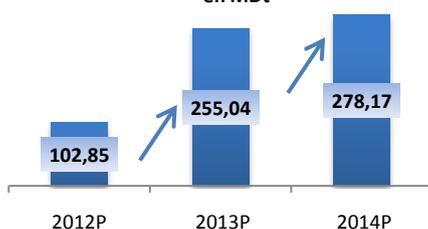
Ciment de Carthage sera un chaînon parmi les six cimenteries du pays. Elles sont réparties sur l'ensemble des régions, à savoir les entreprises des ciments de l'Est, du Centre et de l'Ouest. Cependant, la société a toutes les cartes en main pouvant ainsi déjouer les obstacles liés à la concurrence :

- Une propriété foncière : la société est propriétaire de la carrière dont la superficie est de 218Ha.
- Un positionnement géographique attractif : Un emplacement stratégique situé à Jbal Ressas, situé à 30Km du Grand Tunis, principale demandeur de ciments (Plus du 1/4 de la consommation nationale est localisé sur le Grand Tunis)
- Une intégration en aval qui se matérialise par une unité de ready-mix pour la production de bétons spéciaux.

Prévisions du chiffre d'affaires Ready Mix en MDt



Prévisions du Chiffre d'affaires Ciment en MDt



➤ Evolution future de l'activité

Les comptes prévisionnelles de la société laissent, pour leur part, apparaître un chiffre d'affaires global de 344MDT à l'issue de l'année 2014 en hausse de 73% sur la période 2010-2014 sur une base de moyenne annuelle.

La croissance de ces ventes intègre essentiellement la mise en route de l'unité Ready Mix (octobre 2010) et Ciment (Juillet 2012). A l'issue de 2013, année d'exploitation pleine de la cimenterie, les revenus de Carthage Cement proviendront à raison de 93% de la production de ciment sur le marché local et étranger.

Le point sombre reste l'absence de vision stratégique qui a toujours fait en sorte que les retards sont légion dans le domaine du bâtiment et des

travaux publics. C'est ainsi qu'afin de réduire les risques de retard d'exécution du projet, le management a eu recours au service du cabinet suisse PEG pour la conception du chantier. De la même manière, la gestion de la production et de la maintenance a été assignée à une multinationale danoise, FLSmidth, qui devrait garantir au moins 95% de la production estimé.

➤ **Des capex qui s'elevent à 562 MDT**

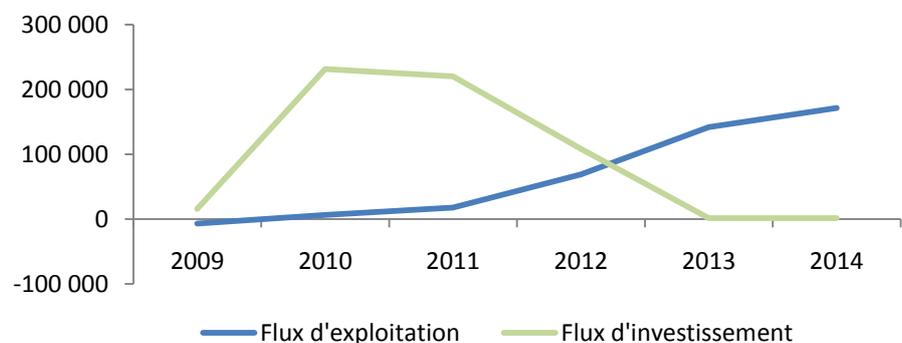
Entre 2010 et 2012, Carthage Cement mènera une politique d'investissement agressive lui permettant de se développer rapidement sur le créneau Ciment. La société dépensera en moyenne 186 MDT par an. Il est indiqué que le montant des investissements dédié à l'activité Ready Mix sera limité à 9,8 MDT et de 3,250 MDT de capex de maintenance pour l'activité agrégats.

Investissement	2010 e	2011 P	2012 P	2013 P	2014 P
Investissement Agrégats	3,25	1,5	1,5	1,5	1,5
Investissement Ready-Mix	9,88	-		--	--
Investissement Cimenterie	218,09	218,34	107,01	0	0
Total	231,22	219,84	108,51	1,5	1,5

*

➤ **Un retour sur investissement certain**

La génération de cash après investissements de la société durant la période 2010-2012 serait donc négative maintenant un niveau de dette élevé. Cependant, au bout de la troisième année d'exploitation de l'Unité Ciment, la société dégagera un cash à même de résorber l'ensemble de sa dette.



Les ratios d'endettement de Carthage Ciment seront maintenu à des niveaux élevés, son gearing atteignant 186% fin 2011 et son niveau de dette nette/ EBITDA 11,3x la même année.

Cela dit, le Gearing dépend du niveau des taux d'intérêt : lorsque les taux d'intérêt sont faibles (cas actuel), les dirigeants des entreprises empruntent à faible taux pour développer leur activité et bénéficier d'un retour sur investissement supérieur au coût d'emprunt.

➤ **Un coût de la dette qui risque d'augmenter sensiblement**

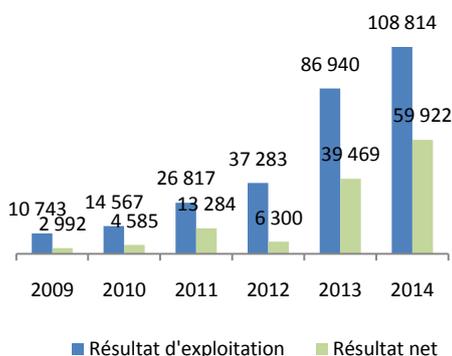
Le coût moyen de la dette de la société s'élèverait à 4,37% en 2012 pour se situer à 8% sur la période 2013-2014. Ce niveau tient compte la dette bancaire contractée à taux variable (TMM+2,25%) et devrait donc suivre la tendance des taux directeurs. Il est à signaler que le remboursement en principal et intérêt devrait commencer au deuxième semestre 2012 date d'entrée en exploitation de la cimenterie.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dettes nettes	68 119	98 277	426 291	449 553	364 752	252 443
Coût de financements	8,38%	7,72%	1,88%	4,73%	8,40%	8,63%
Gearing	89,71%	45,62%	186,40%	191,30%	144,06%	89,67%

Cependant, le financement leasing qui devrait suivre en 2010 montre, selon les prévisions, des taux nettement moins favorables. Malgré son montant relativement limité, il pénalise le coût moyen de la dette de la société de 0,17%.

La société détient dans son passif un compte courant actionnaires assimilé à des dettes long et moyen terme. Le principal de ces crédits est remboursable sur 12 ans rémunéré au TMM+3%, sans que ce taux puisse être inférieur à 8%. Les intérêts sont déterminés annuellement et capitalisés pour produire eux mêmes des intérêts. Le remboursement commence à partir du 1er Janvier 2012.

Evolution de la rentabilité



Pour sa part, le résultat d'exploitation se monte à 108MDT en 2014, élevant la marge opérationnelle à 35%. Le résultat net se bonifie de 57MDT à 59,9MDT. La marge nette ressort à 17%.

A partir de l'année 2013 et Grâce à l'endettement, la rentabilité pour l'actionnaire est supérieure à la rentabilité intrinsèque (économique) de l'entreprise.

La structure financière de la société fortement reste un sujet de préoccupation notamment par les risques associés à la dette, en particulier dans les secteurs cycliques comme celui des matériaux de construction.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Coût de la dette	2,85%	3,96%	0,28%	3,87%	8,21%	8,45%
ROCE	4,48%	2,54%	3,09%	1,95%	9,61%	13,70%
ROE	3,94%	2,13%	5,81%	2,68%	15,59%	21,28%

➤ Evaluation

Synthèse des méthodes utilisées

Méthode utilisée	Prix activité agrégat	Prix trois activités
DCF (en MDT)	2,31	4,69
Goodwill (en MDT)	3,15	3,41
Actif Net comptable	2,59	2,59
Moyenne	2,68	3,56
Prix d'introduction proposé	1,9	

L'évaluation de Carthage Cement a été entreprise par le cabinet FINOR selon deux scénarios possibles :

- (1) En prenant en compte de l'activité agrégat uniquement : les quantités seront directement vendues sur le marché.
- (2) En prenant en compte les projections relatives aux activités Ready-mix et ciments.

La valeur de l'action retenue correspond à celle déterminée selon le scénario tenant compte uniquement de l'activité agrégat, soit 2,699 dinars. Au prix proposé, 1,900 DT, l'action présente une décote de 30%. A ce niveau de prix la capitalisation boursière après augmentation de capital ressort à 271 MDT.

Cette valorisation n'intègre pas la rentabilité de l'unité ciment principale levier de la société constituant ainsi une valeur plancher de Carthage Cement. Nous recommandons de souscrire à l'OPF misant sur un secteur en grande évolution où l'actionnaire serait propriétaire du patrimoine foncier de la société à savoir la carrière de Jbal Rsass.