

Carthage Cement : Conserver

Actionnariat		
Bina Corp (50,24%)		
Public (49,76%)		
Titres		
Nominal		1
Nombre	145 424 000	
Capitalisation boursière (MD)		362
Cours		
Clôture		2,490
31/12/2010		3,310
Variation		
Début 2011		-24,8%
Année 2010		77,9%
Chiffres clés (MD)		
Bénéfice 2009		2,9
Bénéfice 2010e		4,6
Capitaux propres		75,9
Dividende		
Montant		0,000
Div Yield		0,0%
Valorisation		
PE 2009		126,2
PE 2010		79,0
P/BV		4,8

Durant les trois premiers mois de 2011, la société Carthage Cement, a affiché une hausse de son chiffre d'affaires de 38,8% à 6,06MD contre 4,36MD à la même période de 2010. Cette performance s'explique essentiellement par une augmentation du prix de vente des différents types de produits, ainsi qu'une amélioration du mix- produit en faveur des graviers à plus forte valeur ajoutée.

Rappelons qu'en 2010, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 23MD représentant 90% de ce qui a été prévu au niveau du business plan de la société en raison du décalage de la vente de grands coulages de bétons à EKON prévu à la fin 2010.

Du côté des investissements, ils ont atteint 29,3MD au 31 mars 2011 dont 21,3MD pour la cimenterie et 3,3MD béton prêt à l'emploi (centrale Bir EL kassaa). Deux centrales de production de ready-mix son programmées dans le business plan de l'entreprise dont une déjà entrée en production depuis le début du mois d'octobre 2010 par une première centrale sise à Djebel Ressas et la deuxième centrale est en cours de réalisation à Bir El Kassaa. Les travaux de Génie civil de cette dernière sont en cours et les équipements acquis auprès de STETTER ont été réceptionnés. Le montage et la mise en service seront achevés au cours du deuxième trimestre 2011.

Concernant le projet de construction de la cimenterie, le management a assuré que tout se déroule comme prévu. Par contre et suite aux récents événements qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011, le planning global de réalisation de la cimenterie accusera un retard maximal d'environ 6 semaines par rapport au programme initial.

Le financement du projet de la cimenterie est assuré par un pool bancaire composé de 12 banques de la place. Ces crédits sont déjà mis en place et des lettres de crédits irrévocables et confirmées pour un montant total d'environ 305 millions de dinars ont été émises par le pool bancaire; et ce au profit de FLSmidth pour les équipements mécaniques et électriques et PROKON pour la chaudronnerie et les structures métalliques. A fin 2012, le poids de la dette se situera à un niveau considérable et la société affichera un gearing de 213%. A partir de cette date, la société commencera à rembourser ses dettes et le bénéfice net serait plombé par une charge financière consistante.

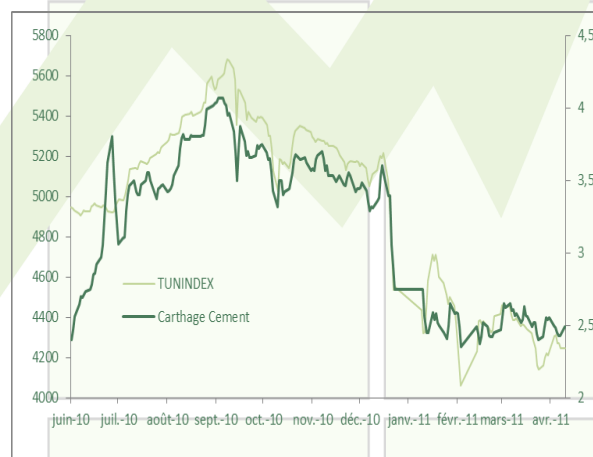
Les perspectives d'avenir de la société Carthage Cement restent tributaires d'une amélioration de la situation économique de la Tunisie. En effet, le business plan établi lors de l'introduction en Bourse de la société tenait compte de la demande future du marché dont l'estimation a été faite par rapport à l'évolution du PIB et sur la base des projets d'urbanisation programmés par l'Etat : Des données fort prometteuses, qui ne sont plus d'actualité après la révolution du 14 janvier 2011 et qui vont certainement changer avec la nouvelle politique de développement de la Tunisie.

Par ailleurs, le Ministère de l'Industrie et de la Technologie a affirmé que la capacité de production actuelle et programmée peut couvrir la demande intérieure pour les prochaines années ce qui joue en la faveur de la société Carthage Cement quant à une éventuelle entrée d'un nouveau concurrent et remet à jour une possible cession des titres confisqués par l'Etat à un partenaire

	2011p	2012p	2013p	2014p
Chiffre d'affaires	53 872	168 693	313 357	341 247
Evolution	134,0%	213,1%	85,8%	8,9%
EBITDA	27 557	92 144	174 021	195 958
Evolution		234,4%	88,9%	12,6%
Bénéfice net	13 283	6 297	39 466	59 921
Evolution		-52,6%	526,7%	51,8%
ROE	5,8%	2,7%	15,6%	21,3%
Gearing	187,5%	213,1%	162,8%	106,2%

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

Sortie des investisseurs étrangers : plus de 12,2 millions de titres ont été cédés



stratégique (Holcim, Lafarge,...). A notre avis même si cette dernière option semble la plus probable, le nouveau gouvernement peut décider de garder la main mise sur la société afin de lui permettre de réguler le marché local du ciment, ainsi que le prix du sac de ciment surtout après la pénurie de ciment qu'a connu la Tunisie durant le premier semestre de 2010. Rappelons que durant cette période, le Ministère du Commerce est intervenu auprès des propriétaires étrangers des cimenteries Tunisiennes pour suspendre momentanément l'export au profit du marché local. Avec la suspension du marché de l'export afin de subvenir à la demande du marché local, la société Carthage Cement pourrait voir son chiffre d'affaires destiné à l'étranger se régresser tout en sachant que les marges sur ces marchés sont beaucoup plus importantes que celles sur le marché local.

D'un point de vue boursier le titre a perdu 22,96% de sa valeur depuis le début de l'année, mais il affiche tout de même une performance positive de 28% par rapport à son cours d'introduction (1,900D).

La part des investisseurs étrangers dans le capital de la société a sensiblement baissé en passant de 22,8% le jour de la première cotation à 14% seulement à la date de rédaction de ce papier : plus de 12,2 millions de titres ont été cédés par les investisseurs étrangers.

Nous estimons que l'investissement dans ce titre sera destiné à un investisseur averti et sur un horizon de placement à moyen terme : un délai qui permettrait à la société d'achever son programme de développement et commencer à générer les fruits issus de cet investissement. De plus, l'emplacement géographique de la société (banlieue sud de Tunis accaparant plus de 30% de la consommation nationale) ainsi que l'excellente qualité de son ciment joueront certainement en faveur de son activité.

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

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