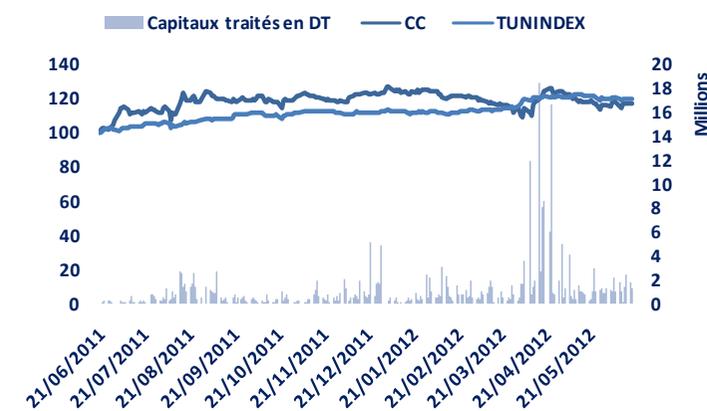


## Cimentiers

### Recommandation

Conserver

Nombre d'actions	145 424 000
Cours au 22/06/2012 (DT)	3.8
Capitalisation Boursière (DT)	552 611 200
Flottant	40%



Actionnariat	
Société BINA CORP	50.238%
Public	49.752%

## Carthage Cement: Etats financiers 2011

	BPA (DT)	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	Gearing	PAYOUT	VE/EBITDA
2012e*	0,031	100,8	-	-	-	-	0,000	-
2011	0,04	94,79	-	2,57	2,72%	154,03%	0,000	48,10
2010	0,05	78,38	-	2,59	4,41%	4,41%	0,00%	36,16

\*Les calculs sont effectués en tenant compte de l'augmentation du capital prévue et sur la base d'un cours ajusté de 3.2 DT.

### Carthage Cement fait contre mauvaise fortune bon coeur

Au titre de l'année 2011, les actifs nets de Carthage Cement ont progressé de 69% pour s'établir à 721 MDT. Au niveau des actifs non courants, une hausse de 116% a été enregistrée, expliquée principalement par l'augmentation des immobilisations corporelles de 339.7 MDT et des constructions de 30.2 MDT.

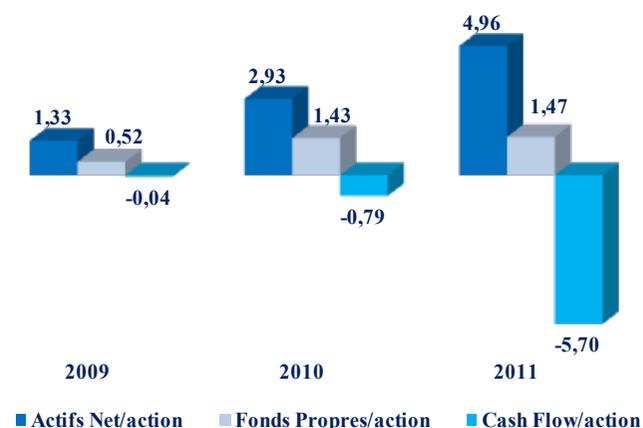
Au niveau des actifs courants qui totalisent un montant de 77 MDT, les stocks de la société, constitués en grande partie par des produits finis d'Agrégats, ont gagné 41% à 11.7 MDT. En revanche, une baisse notable de la liquidité a été constatée de 60% suite à une diminution des placements à terme de 91 MDT au titre de l'année 2011.

Du côté des passifs, les emprunts à long terme ont connu une hausse probante passant de 105 MDT à 362 MDT entre 2010 et 2011, contractés auprès de 14 banques de la place et destinés au financement des travaux de construction de la cimenterie. Parallèlement, les dettes fournisseurs ont augmenté à 42 %, soit plus de 200% par rapport à une année auparavant.

### Des réalisations commerciales en hausse...

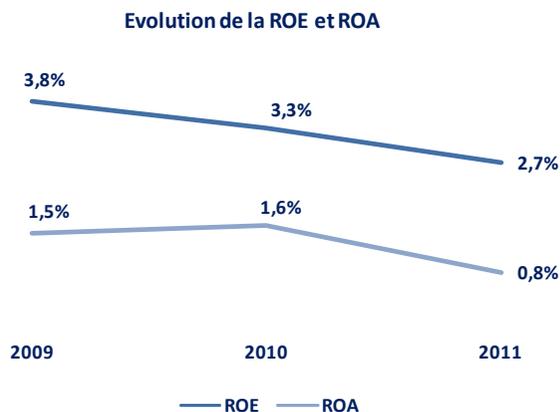
Les produits d'exploitation réalisés par le cimentiers au titre de l'année 2011 s'élèvent à 35.715 MDT, réalisant une ascension de 22.4% par rapport à 2010, redevable essentiellement à la hausse des ventes du bétons prêts à l'emploi qui ont passé de 0.359 MDT à 6.8 MDT.

Situation Bilancielle 2009-2011



## ...et les charges d'exploitation également

Suivant la même tendance, les charges d'exploitation ont progressé de 26% à 28.5 MDT. Cette hausse est imputable à l'augmentation, d'une part, des charges d'approvisionnement consommés de 3 MDT et d'autre part, aux charges de personnel et aux dotations qui se sont hissées à 9 MDT et 11 MDT, soit une évolution de 40% et 28%, respectivement. La hausse des charges de personnel est due à l'augmentation de la masse salariale de la société de 30% en 2011 suite aux revendications sociales qu'a connu la société après la révolution.



A cet égard, bien que la marge brute de la société rapportée à son chiffre d'affaire s'est inscrit en hausse à 85.6% contre 82% en 2010, la marge d'EBITDA a quant à elle enregistré une légère régression passant de 52.27% à 51.35% en 2011.

En conséquence, le résultat net de Carthage Cement ressort en baisse, passant de 6.9 MDT à 5.8 MDT, soit une marge nette de 16.3% contre 23.7% en 2010.

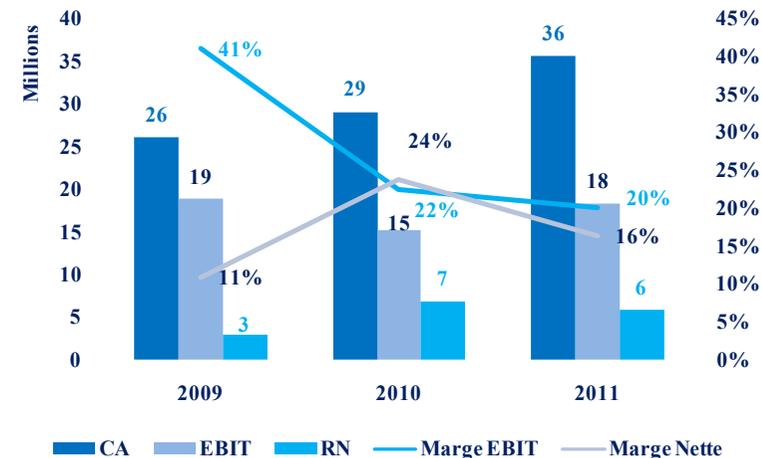
Dans ce sillage, la rentabilité des actifs de la société se déprécie à 0.8% contre 1.6% alors que la rentabilité des capitaux engagés s'est repliée à 2.7% contre 3.3% en 2010.

Concernant l'équilibre financier du cimentier, le fonds de roulement de Carthage Cement a basculé vers le négatif à -28.5 MDT contre 48.3 MDT enregistré en 2010, faisant suite à la hausse des investissements liés aux travaux de construction réalisés. En revanche, le besoin en fonds de roulement a diminué de 2 MDT à -13.2 MDT en raison de l'élargissement des ressources stables de la société. Toutefois, cette baisse du BFR n'a pas permis au cimentier de dégager une trésorerie positive à l'instar de l'exercice 2010 et fait ressortir en conséquence une trésorerie négative de -15 MDT au titre de l'année 2011.

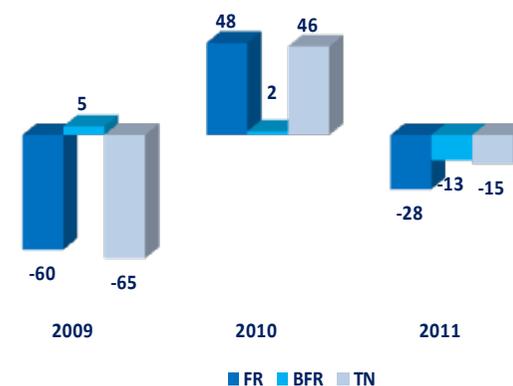
## Business plan 2012-2016

Les événements survenus en 2011 en Tunisie ont impacté l'état d'avancement des travaux de construction de la cimenterie. La date de fin de travaux a été décalée en conséquence pour janvier 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

## Evolution du Compte de Résultat



## Evolution des indicateurs de l'équilibre financier



financement estimé à 708 MDT et dont la réalisation a atteint 80%, Carthage Cement a contracté des nouveaux crédits bancaires auprès d'un pool bancaire de 60 MDT et compte lever les 80 MDT restant à travers un appel public d'épargne auprès du marché financier par une augmentation du capital. A cet effet, le capital de la société sera 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 à émettre à 3 DT à raison de 9 actions nouvelles pour 49 actions anciennes.

Par ailleurs, le cimentier a procédé à une mise à jour de son business plan qui, vraisemblablement, n'a pas subi des modifications majeures par rapport à celui initialement prévu, à part un décalage d'une année des réalisations estimées. A cet égard, le chiffre d'affaires prévisionnel de la société pour l'année 2012 de 45.5 MDT connaîtra un taux de croissance annuelle moyen de 67% pour atteindre des 351.5 MDT en 2016. Au niveau des charges d'exploitation, le cimentier mise sur une bonne maîtrise de ses charges grâce à l'utilisation du coke de

pétrole à raison de 80% 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 outre, et malgré une évolution timide de 6% du résultat net entre 2013 et 2012, en raison de la hausse des charges financières prévue pour 2013, ce dernier enregistrera une ascension notable à l'horizon de 2016 pour atteindre 67.2 MDT, soit une marge nette de 19.1%, contre 12% en 2012.

Désignation	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Total revenu</b>	45 529 948	181 975 568	310 884 444	331 469 815	351 473 626
<b>Marge brute</b>	<b>33 980 661</b>	<b>109 200 952</b>	<b>174 122 121</b>	<b>186 589 619</b>	<b>206 120 101</b>
Taux de marge brute	74,6%	60,0%	56,0%	56,3%	58,6%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>20 278 645</b>	<b>8 924 490</b>	<b>149 926 550</b>	<b>161 581 467</b>	<b>180 269 715</b>
Résultat financier	54 905	16 174 914	19 515 719	13 886 539	8 849 805
<b>Résultat net</b>	<b>5 483 228</b>	<b>5 812 834</b>	<b>33 198 710</b>	<b>54 670 868</b>	<b>67 209 992</b>
Marge nette	12,0%	3,2%	10,7%	16,5%	19,1%

## Recommandation

En dépit d'une année tumultueuse, Carthage Cement est parvenue à réaliser de bons résultats au titre de l'année 2011 et poursuivre son plan d'investissement entamé pour la construction de sa cimenterie, deuxième plus grande cimenterie en Afrique en termes de production estimée à 2 millions de tonnes de ciment par an.

Pour les années à venir, le management de la société reste optimiste et table sur une bonne progression du marché vu le dynamisme des activités du bâtiment soutenues par les programmes de logements sociaux. Ajoutons à cela le volet de l'export qui peut s'offrir à la société à travers les projets de reconstruction en Lybie et les travaux d'infrastructure en Algérie. A cette effet, le chiffre d'affaires du cimentier passera de 45.5 MDT à 351.4 MDT entre 2012 et 2016. Suivant la même tendance, le résultat net se hissera de 5.4 MDT à 67.2 MDT sur la même période.

En termes de valorisation, Carthage Cement se transige actuellement à un PER de 94.78x son bénéfice net 2011, 100.78x son bénéfice net prévisionnel de 2012 et s'établira à 8.22x son bénéfice net prévisionnel de 2016 sur la base d'un cours ajusté de 3.2 DT.

Compte tenu de ce qui précède nous recommandons de CONSERVER le titre CC.