



Réaction à l'opération d'augmentation de capital de Carthage Cement

L'opération qui insufflera un nouveau cycle de croissance

Résumé

Sept ans après l'entrée en exploitation de la cimenterie de Carthage Cement, et les périples financiers auxquels la société a été confrontée, Carthage Cement entame un programme de restructuration financière et de recapitalisation, objet de cette augmentation de capital. De plus, la société a entamé un plan de restructuration sociale de nature à alléger encore plus ses niveaux de charge.

Une fois cette restructuration réalisée, Carthage Cement devrait bénéficier (i) de meilleures conditions tarifaires de vente, et (ii) d'une croissance continue de son chiffre d'affaires à l'international, pour confirmer son entrée dans un nouveau cycle de croissance rentable qui devrait se matérialiser par un TCAM du chiffre d'affaires de 10.8% sur la période 2018-2023.

Opinion et recommandation

Avec un prix de souscription à 1,2 DT par action (soit une décote de 4,2% par rapport au cours moyen pondéré sur les 3 derniers mois), Carthage Cement traiterait à EV/EBITDA 2020E et 2021E de 8.5x et 7.7x respectivement. Ces niveaux de valorisation nous semblent intéressants dans les conditions de marché actuelles et eu égard au profil de croissance de CC. Ces multiples sont aussi intéressants par rapports aux comparables régionaux qui affichent un multiple d'EBITDA médian de 10,9x.

Il nous semble aussi important de souligner que Carthage Cement dégagerait à partir de 2020 un niveau de marge d'EBITDA relativement élevé, soit 35,1% (contre une moyenne de 20% pour ses concurrents turcs) suite à sa maîtrise des charges et de sa consommation énergétique favorisée par le fait que son outil industriel est le plus récent dans la région. **A la lumière de ce qui précède, nous recommandons aux investisseurs de souscrire à l'opération.**

Notre opinion sur le titre est renforcée notamment par :

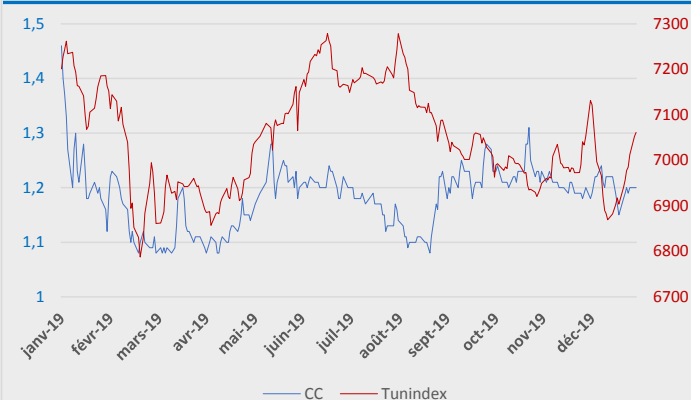
- ⇒ L'entrée de CC à partir de 2019, et après le départ de l'exploitant NLS, dans un cycle de rentabilité plus vertueux après une période 2013-2018 difficile marquée par un creusement du déficit d'une année à l'autre.
- ⇒ L'amélioration de ses marges d'exploitation, avec une marge d'EBITDA ayant augmenté de 13,4% en 2018 à 28% en 2019e selon les estimations du management (contre 27,5% prévus dans le BP)
- ⇒ Le fait que Carthage Cement reste le leader du marché local avec une part de 20% et des réserves de matières premières d'une excellente qualité et suffisantes pour la production et même le doublement de la production.
- ⇒ La prochaine certification CE de Carthage Cement, lui permettant de commercialiser son ciment sur le marché européen et de diversifier ainsi ses marchés export selon les conditions du marché.

Données Générales

Prix de souscription	1,2 Dt
Taille de l'opération	268,5 Mdt
Capitalisation boursière (Mdt)	475,1 Mdt
Cours moyen pondéré sur 1 an	1,17 Dt
Plus haut sur 1 an	1,46 Dt
Plus bas sur 1 an	1,06 Dt
Volume quotidien moyen depuis 1 an	81 521 Dt

	2018	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	238,2	255,6	330,2
EBITDA	31,9	72,7	119,1
EBIT	-13,3	30,2	75,9
Résultat Net	-76,0	-43,0	34,8
VE/EBITDA (x)	31,8	14,0	8,5
VE/EBIT (x)	-76,3	33,6	13,4
P/E (x)			13,7
P/BV (x)			2,1

Cours boursier depuis 1 an



Performance Boursière	3 m	6 m	1 an
CC	-2,44%	0,0%	-17,81%

Rationnel et Détails de l'opération

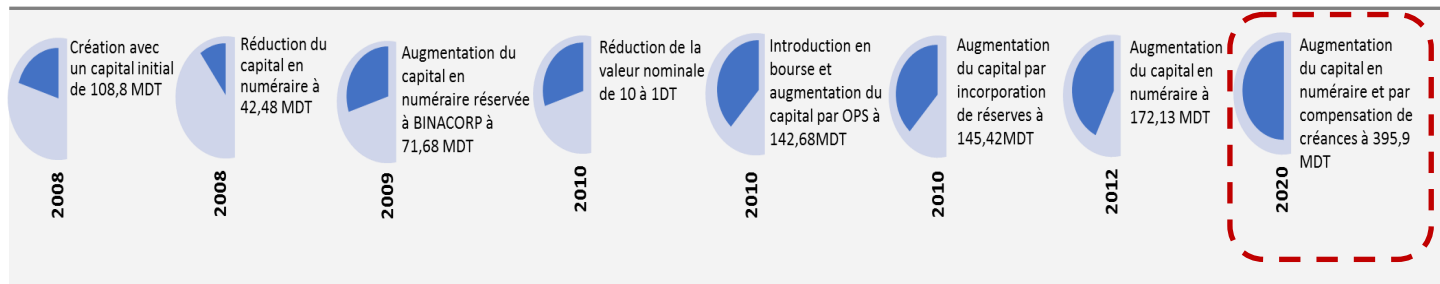
Bref récapitulatif de l'évolution du capital de Carthage Cement

La société « Carthage Cement » est une société anonyme créée en Octobre 2008. La société est le résultat 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. Lors de cette scission, GNC a apporté à Carthage Cement un actif net de 110 628 081 DT qui correspond à la somme du capital initial (108 800 000 DT) et de la prime de scission (1 828 081 DT).

En Novembre 2008, il y a eu une réduction du capital par rachat et annulation du 6 631 994 actions. Les montants des actions rachetées ont été convertis en compte courant actionnaires rémunérés au taux du marché monétaire majoré de 3 points avec un minimum de 8%.

En Avril 2010, la société a été introduite à la cote de la bourse de Tunis sur le marché alternatif à travers une OPS portant le capital à 142,7 MDT. En 2012, une autre augmentation de capital a été réalisée pour renforcer les fonds propres et boucler le schéma de financement pour le démarrage de la cimenterie.

Evolution du capital social de Carthage Cement



Objectif de l'opération

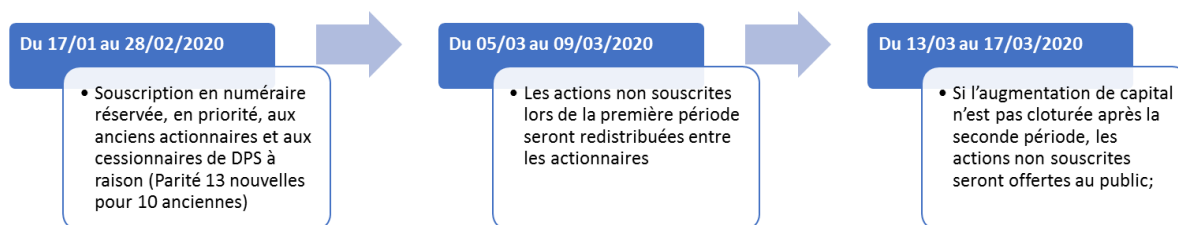
L'objectif de cette augmentation de capital, la quatrième depuis sa création en 2008, est de régulariser la situation des capitaux propres devenus négatifs, de procéder à une restructuration financière permettant d'assurer une croissance saine de la société et de faciliter ultérieurement et éventuellement, la privatisation de Carthage Cement.

Description de l'opération

Cette augmentation de capital de 268,5 MDT se fera à travers (i) une levée sur le marché financier de 200,4 MDT, et (ii) une compensation des créances revenant à BINA Corp (compte courant associé) et El KARAMA Holding pour un montant total de 68,1 MDT. Après la réalisation de l'opération, le capital social de Carthage Cement sera porté de 172,13 MDT à 395,9 MDT.

En DT	Conversion de BINA Corp et El KARAMA Holding	Souscription en numéraire	Total
Valeur nominale	56 754 356,0	167 020 377,0	223 774 733,0
Prime d'émission	11 350 871,2	33 404 075,4	44 754 946,6
Total	68 105 227,2	200 424 452,4	268 529 679,6

La période de souscription débutera le 17 janvier et clôturera au plus le 17 Mars 2020. Cette période de souscription est détaillée comme suit:



NB : Si les souscriptions réalisées ne couvrent pas l'intégralité de l'augmentation de capital, le montant peut être limité au montant total des souscriptions effectuées à condition que ce total atteigne au moins les 3/4 de l'augmentation décidée soit 167,831 Mdt.

Overview des prévisions pour Carthage Cement

Sept ans après l'entrée en exploitation de la cimenterie de Carthage Cement, et les périples financiers auxquels la société a été confrontés, Carthage Cement entame un programme de restructuration financière et de recapitalisation, objet de cette augmentation de capital. De plus, la société a entamé un plan de restructuration sociale de nature à alléger encore plus ses niveaux de charge.

Une fois cette restructuration réalisée, Carthage Cement entrerait bel et bien dans un nouveau cycle de croissance. En effet, la rentabilité de CC a été engrangée ces dernières années par plusieurs facteurs :

- Le niveau d'endettement très élevé qui pèse lourd sur la trésorerie de la société l'amenant à accorder des ristournes assez importantes sur le marché local et de vendre sur le marché export à des prix « bradés », pour lui permettre de dégager de la trésorerie,
- Son contrat avec l'exploitant NLS à qui Carthage Cement devait payer la production même si elle n'écoule pas son stock,
- Un compte courant actionnaire très important et générateur d'intérêts,
- L'utilisation des énergies fossiles qui coûtent plus chères que le Petcoke mais vu que l'importation du coke de pétrole nécessite un paiement au comptant Carthage Cement a opté pour le gaz et l'électricité avec un paiement différé,
- Un sureffectif par rapport aux autres cimenteries qui tire la rentabilité vers le bas,

Déjà certains de ces problèmes ont commencé à être résolus notamment la fin du contrat avec l'exploitant NLS. Carthage Cement se prend désormais en main et produit seule son ciment. Deuxièmement, un plan de départ de 114 employés à l'amiable a été engagé en 2019. Enfin, Carthage Cement a commencé, depuis Septembre 2019, à réduire sa consommation d'énergie par tonne de clinker produite. En effet, la cimenterie a changé son ratio d'utilisation énergétique en faveur du Petcoke, soit 85% au lieu de 10% en 2018 au détriment du gaz (soit 15% au lieu de 90%),

Avec cette augmentation de capital et la restructuration financière qui en suit, Carthage Cement devrait retrouver ses équilibres et commencer à dégager des bénéfices. Rappelons que Carthage Cement est désormais le leader du marché avec une part de 20% et avec une meilleure assise financière elle aura des relations plus équilibrées avec ses clients grossistes (baisse du niveau des ristournes de 15,3% en 2018 à une moyenne de 9% durant la période de prévision),

Par ailleurs, CC privilégie le marché local qui reste plus lucratif que le marché export où la concurrence est très intense. Ceci étant, CC a un contrat ferme d'export de 300 000 T de clinker vers un pays européen dont la livraison est prévue en Février et n'attend que la finalisation de sa certification CE, qui ne sera tardée, selon le management. Par ailleurs, il est important de signaler que les cimenteries européennes et à partir de 2021 ne seront plus en mesure de produire du clinker pour des considérations environnementales, ce qui constitue une opportunité de taille pour les cimenteries d'Afrique du Nord et notamment Carthage Cement.

Le compte courant actionnaire sera converti en capital dans le cadre de cette opération (comme mentionné ci-haut) et une partie de l'augmentation de capital servira à rembourser partiellement les dettes bancaires tout en renégociant les conditions de l'encours restant.

Les prévisions du BP de Carthage Cement

En Mdt	2018	2019E	2020P	2021P	2022P	2023P
Chiffre d'affaires	238,2	255,6	330,2	351,2	373,5	397,4
Local	189,8	229,3	264,4	280,4	297,4	315,4
Agrégats	26,1	22,0	23,3	24,8	26,3	27,9
Ciments & Clinker	149,9	193,3	225,5	239,2	253,6	269,0
Ready Mix	13,8	14,0	15,6	16,5	17,5	18,6
Export	48,4	26,3	65,7	70,7	76,1	81,9
Ciments	0,1	3,5	7,1	7,3	7,5	7,7
Clinker	48,3	22,8	58,6	63,4	68,6	74,2
Marge Brute	79,0	121,3	177,9	192,9	206,8	220,3
Taux de la marge brute	31,7%	45,9%	52,4%	53,5%	53,9%	54,0%
Marge brute Agrégats	44,4	41,1	43,1	44,8	46,9	48,6
en %	77,8%	81,7%	82,0%	82,1%	82,3%	82,4%
Marge Brute Ciments	30,9	77,8	132,3	145,5	157,3	169,0
en %	13,5%	37,2%	44,1%	45,9%	47,1%	47,4%
Marge Brute Ready mix	4,1	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7
en %	30,1%	17,0%	16,1%	15,6%	15,1%	14,5%
EBITDA	31,9	72,7	119,1	131,8	144,0	155,6
Marge d'EBITDA	12,8%	27,5%	35,1%	36,5%	37,5%	38,2%
EBITDA Agrégats	26,5	20,3	21,7	22,8	24,2	25,3
en %	48,6%	40,4%	41,2%	41,8%	42,5%	42,9%
EBITDA Ciments	8,1	54,9	100,3	112,0	123,0	133,6
en %	4,0%	24,3%	33,6%	35,3%	36,4%	37,1%
EBITDA Ready Mix	-	2,3	2,9	3,0	3,1	3,3
en %	-17,1%	-17,6%	-18,5%	-18,2%	-17,8%	-17,6%
Résultat Financier	- 65,0	- 70,6	- 38,8	- 37,5	- 35,1	- 31,2
Résultat Courant avant Impôts	- 75,5	- 42,4	35,4	48,9	63,6	79,5
Résultat Net	- 76,0	- 43,0	34,8	48,2	62,9	78,6
Taux de marge nette	-30,4%	-16,2%	10,2%	13,4%	16,4%	19,3%

De manière générale, Carthage Cement devrait bénéficier (i) de meilleures conditions tarifaires de vente, et (ii) d'une croissance continue de son chiffre d'affaires à l'international, pour confirmer son entrée dans un nouveau cycle de croissance rentable, qui devrait se matérialiser par un TCAM du chiffre d'affaires de 10.8% sur la période 2018-2023.

Parallèlement, et selon le BP, les marges d'EBITDA de CC devraient continuer à s'améliorer (12,8% en 2018, 27,5% en 2019e et 35,1% en 2020P) afin de s'établir à 38,2% en 2023. Une meilleure maîtrise de ses charges opérationnelles ainsi que l'amélioration de sa marge brute grâce à une rationalisation de la consommation énergétique, devraient être les principaux catalyseurs de cette meilleure efficacité opérationnelle.

Avec la restructuration financière, et le remboursement d'une partie des dettes bancaires et le rééchelonnement de l'ancienne dette avec les nouvelles conditions tarifaires, les charges financières nettes de Carthage Cement vont être divisées par deux passant de 70,65 MDT en 2019e à 38,7 MDT en 2020e avant de s'établir à 31,2 MDT en 2023e.

Par conséquent, à partir de 2020, Carthage Cement devrait renouer avec les bénéfices avec un résultat net attendu de 34,8 MDT soit un taux de marge nette de 10,2% avant d'atteindre 78,6 MDT en 2023, soit un TCAM de 31,3% sur la période 2020-2023.

Opinion et recommandation

Avec un prix de souscription à 1,2 DT par action (soit une décote de 4,2% par rapport au cours moyen pondéré sur les 3 derniers mois), Carthage Cement traiterait à EV/EBITDA 2020E et 2021E de 8,5x et 7,7x respectivement. Ces niveaux de valorisation nous semblent intéressants dans les conditions de marché actuelles et eu égard au profil de croissance de CC. Ces multiples sont aussi intéressants par rapports aux comparables régionaux qui affichent un multiple d'EBITDA médian de 10,9x.

Il nous semble important de souligner que Carthage Cement dégagerait à partir de 2020 un niveau de marge d'EBITDA relativement élevé, soit 35,1% (contre une moyenne de 20% pour ses concurrents turcs qui ont adopté une stratégie export plus agressive en terme de prix) suite à sa maîtrise des charges et de sa consommation énergétique favorisée par le fait que son outil industriel est le plus récent dans la région. **Nous recommandons aux investisseurs de souscrire à l'opération.**

Résumé des multiples boursiers clés de Carthage Cement vs, Comparables régionaux

Société	Pays/ marché de cotation	Capitalisation Boursière en (M USD)	VE/EBITDA - Last	P/E Last	Revenus 2018	EBITDA 2018	Taux de marge d'EBITDA 2018
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	Turquie	335,8	7,0	11,2	288,5	58,6	20,3%
Adana Cimento Sanayii T,A,S,	Turquie	297,5	7,2	6,5	113,6	22,9	20,2%
Nuh Çimento Sanayi A,S,	Turquie	289,5	6,6	11,5	196,7	46,2	23,5%
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	Turquie	233,6	7,1	9	285,9	63,2	22,1%
Ünye Çimento Sanayii ve Ticaret A,S,	Turquie	110,0	11,6	26,9	50,5	9,5	18,8%
Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Sirketi	Turquie	101,5	10,8	19,8	33,5	7,0	20,9%
Bastas Baskent Cimento Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	Turquie	65,3	10,9	15	86,2	8,1	9,4%
Raysut Cement Company SAOG	Oman	246,3	11,1	21,9	222,6	34,2	15,4%
Oman Cement Company SAOG	Oman	197,7	6,6	19	130,2	31,9	24,5%
Qatar National Cement Company (Q,P,S,C,)	Qatar	951,3	10,4	20,1	193,1	88,9	46,0%
Qatari Investors Group Q,S,C,	Qatar	635,1	9,8	11,2	192,8	95,0	49,3%
LafargeHolcim Maroc	Maroc	4 707,5	14,3	28,7	816,9	386,0	47,3%
Ciments du Maroc Société Anonyme	Maroc	2 512,0	11,3	24	416,4	195,7	47,0%
Sharjah Cement and Industrial Development Co, (PJSC)	Kuwait	84,4	11,4	10,6	162,5	19,4	11,9%
Kuwait Cement Company K,P,S,C,	Kuwait	579,2	15,1	22,2	316,6	53,6	16,9%
Fujairah Cement Industries P,J,S,C,	Kuwait	57,4	11,8	15,5	167,3	22,4	13,4%
National Industries Company - KPSC	Kuwait	200,2	9,6	15	174,1	20,5	11,8%
Saudi Cement Company	Arabie Saoudite	2 752,8	17,8	25,8	298,4	164,7	55,2%
Ras Al Khaimah Cement Company P,S,C,	Abu Dhabi	97,9	9,6	17,8	62,4	11,0	17,5%
Arkan Building Materials Company (ARKAN) PJSC	Abu Dhabi	209,6	11,0	14,4	263,4	47,0	17,9%
Carthage Cement *	Tunisie	167,9	14,0	13,7	116,7	42,1	35,1%
Haut		4 707,5	17,8	28,7	816,9	386,0	55,2%
Bas		57,4	6,6	9,0	33,5	7,0	9,4%
Moyenne		747,3	10,8	18,0	220,3	70,9	26,5%
Médiane		209,6	10,9	17,8	192,8	42,1	20,9%

* Pour CC les chiffres sont calculés par MAC SA sur la base des chiffres estimés de 2019

Etats Financiers Résumés

Compte de Résultat (En Mdt)	2018	2019E	2020P	2021P	2022P	2023P
Chiffre d'affaires	238,2	255,6	330,2	351,2	373,5	397,4
% Var		7,3%	29,2%	6,4%	6,4%	6,4%
Marge Brute	79,0	121,3	177,9	192,9	206,8	220,3
% Var		53,5%	46,6%	8,4%	7,2%	6,5%
Taux de la marge brute	31,7%	45,9%	52,4%	53,5%	53,9%	54,0%
EBITDA	31,9	72,7	119,1	131,8	144,0	155,6
% Var		127,7%	63,8%	10,7%	9,2%	8,1%
Marge d'EBITDA	12,8%	27,5%	35,1%	36,5%	37,5%	38,2%
Résultat Financier	- 65,0	- 70,6	- 38,8	- 37,5	- 35,1	- 31,2
Résultat Courant avant Impôts	- 75,5	- 42,4	35,4	48,9	63,6	79,5
Résultat Net	- 76,0	- 43,0	34,8	48,2	62,9	78,6
% Var		43,4%	180,9%	38,6%	30,5%	25,1%
Taux de marge nette	-30,4%	-16,2%	10,2%	13,4%	16,4%	19,3%
Bilan Simplifié (en Mdt)	2018	2019E	2020P	2021P	2022P	2023P
Immobilisation Nettes	698,0	670,5	638,6	606,4	574,8	542,3
Besoin en fonds de roulement	-89,1	-53,9	-35,5	-32,7	-27,4	-20,6
Actif économique	608,9	616,6	603,1	573,8	547,4	521,7
Fonds Propres	-37,9	187,7	222,4	270,6	333,5	412,1
Dette Nette	640,7	422,8	375,7	299,3	211,1	107,8
Provisions et autres passifs	6,0	6,0	5,0	3,9	2,8	1,7
Capitaux investis	608,9	616,6	603,1	573,8	547,4	521,7
Ratios Financiers	2018	2019E	2020P	2021P	2022P	2023P
ROCE	-2,2%	4,8%	12,8%	15,6%	18,4%	21,5%
ROE	ns	-18,6%	18,5%	21,7%	23,2%	23,6%
Gearing	ns	225,3%	168,9%	110,6%	63,3%	26,2%
BPA (en Dt)	-0,44	-0,25	0,09	0,12	0,16	0,20
Multiples de Valorisation	2018	2019E	2020P	2021P	2022P	2023P
VE/ Chiffre d'affaires (x)	4,3	4,0	3,1	2,9	2,7	2,6
VE/EBITDA (x)	31,8	14,0	8,5	7,7	7,0	6,5
VE/ EBIT(x)	- 76,3	33,6	13,4	11,5	10,2	9,1
P/E (x)			13,7	9,9	7,6	6,0
P/BV (x)			2,1	1,8	1,4	1,2

Avertissement

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

MAC SA – Intermédiaire en Bourse
Green Center- Rue du Lac Constance
1053- Les Berges du Lac
Tél : 71 137 600
Fax : 71 60 903
macsa@macsa.com.tn
www.macsa.com.tn

Contacts Recherches

Salma Zammit Hichri
salma@macsa.com.tn

Ibrahim Cherif
ibrahim@macsa.com.tn