

But de l'opération:

- Réduire la dette bancaire, qui s'élève à 540MDT à fin 2019;
- Fournir les fonds nécessaires au développement de l'activité commerciale;
- Restructurer le passif de la société en prévision d'une cession;
- Faire profiter les actionnaires de la rémission structurelle de l'activité.

Principaux indicateurs :

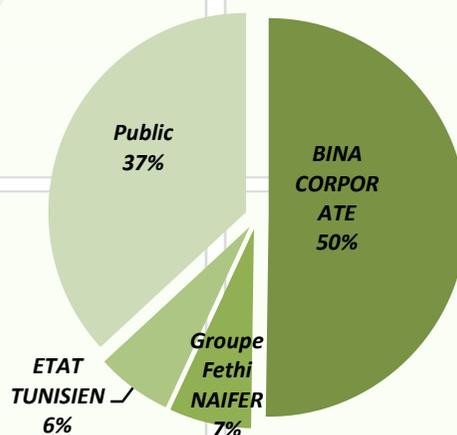
	2018	2019p	2020p	2021p
CA	238,2	255,6	330,2	351,2
Marge brute	79,4	121,3	177,9	192,9
EBITDA	31,9	72,7	119,1	131,8
Résultat net	-76,0	-43,0	34,8	48,2
Dette nette	634,5	422,8	375,7	299,3
VE	1 109,6	897,9	850,8	774,4
VE/EBITDA	34,8	12,4	7,1	5,9
Gearing	NS	44%	59%	90%
PE*	NS	NS	13,7	9,9

*cours de souscription

Recommandation :

Avec un prix de souscription de 1,200D, le titre est valorisé à 13,7 fois les bénéfices estimés pour 2020 : un niveau que nous jugeons assez correct par rapport au marché. Etant donné que la société ne renouera avec la distribution des dividendes qu'après absorption totale des pertes antérieures, nous recommandons de souscrire à cette augmentation de capital pour un placement à long terme.

Actionnariat:



Montant

Levée sur le marché	200,4
Conversion de créances	68,1
BINA HOLDING	62,0
EL KARAMA HOLDING	6,1
Total de l'opération	268,5

Présentation de l'opération:

Augmentation du capital de **172 134 413DT** à **395 909 146DT**
 Emission de **223 774 733** Actions
 Nominal: **1DT**
 Prime: **0,2DT**
 Prix de souscription: **1,2DT**
 Jouissance: **1^{er} Janvier 2019**
 Capitalisation post opération: **475,1MD**

Période de souscription:

A titre Irréductible:

Du **17/01/2020** au **28/02/2020**

A titre réductible:

Du **05/03/2020** au **09/03/2020**

Au public:

Du **13/03/2020** au **17/03/2020**

Carthage Cement en 2020:

Le leader du marché du ciment Tunisien, avec plus de 20% de part de marché, voit finalement le bout du tunnel. En effet, l'année 2019, la plus difficile pour le management, est aussi une année charnière.

Les efforts déployés, depuis la reprise de la société par le nouveau management, se multiplient entre programme de départ volontaire, effort commercial pour exporter ses produits et gestion de la prise en main de l'usine de ciment au mois de Septembre 2019.

Le challenge est énorme mais devrait être réussi, sous la condition sine qua non de la réussite de cette augmentation du capital. En effet, la société a déjà plus que consommé son capital initial, ses différentes augmentations et usé largement des voies de financement à moyen et court terme.

Carthage Cement est parfaitement capable de faire face à ses engagements, à condition de restructurer sa dette en fonction de sa capacité à dégager du cash, d'où la nécessité de cette augmentation du capital et la conversion d'une partie de BINA HOLDING.

Opportunité de l'investissement:

Le transfert de l'usine de ciment, de l'exploitant NLS à Carthage Cement a permis de réduire le coût de production par tonne conformément aux termes du contrat signé en 2010, et qui pesait lourdement sur la marge brute de la société suite au glissement négatif du TND/EUR.

La marge brute devrait passer de 31,79% à 53% en moyenne d'ici 2023. La combinaison de cette amélioration structurelle, à la réduction, post augmentation, de la dette à court terme, permettrait à la société de dégager des bénéfices à partir 2020.

Le business plan présenté affiche un résultat de plus de 34MD en 2020 et qui devrait croître jusqu'à 78,6MD en 2023 soit un TCAM de 31,3%.

Cette levée de fonds servant principalement à restructurer le passif de la société, est aussi une importante base de relance du processus de cession d'une participation majoritaire dans le capital de la société. En effet, selon le management les problèmes résolus au cours des derniers exercices, couplés à la restructuration du passif lèveront les obstacles à la réussite de l'opération de cession.

chiffres en MD	2016	2017	2018	2019e	2020p	2021p	2022p	2023p
CA	196,1	172,9	238,2	255,6	330,2	351,2	373,5	397,4
Local	169,1	166,9	190,2	252,1	323,1	343,9	366,0	389,6
Export	27,0	6,0	48,0	3,5	7,1	7,3	7,5	7,7
Achats consommés	121,0	113,7	170,5	143,3	161,6	167,9	176,7	187,4
Marge brute	91,1	68,7	79,0	121,3	177,9	192,9	206,8	220,3
Taux de marge brute	46,5%	39,7%	33,2%	47,5%	53,9%	54,9%	55,4%	55,4%
Charges du personnel	26,7	28,6	28,5	29,2	35,5	36,6	37,6	38,7
Autres charges d'exploitation	14,6	13,0	18,6	19,4	23,2	24,5	25,2	26,0
EBITDA	49,9	27,2	31,9	72,7	119,1	131,8	144,0	155,6
Marges d'EBITDA	25,4%	15,7%	13,4%	28,4%	36,1%	37,5%	38,6%	39,2%
Dot. Amort et Prov	57,6	44,3	45,2	42,5	43,2	43,7	44,6	44,7
EBIT	-7,7	-17,1	-13,3	29,2	74,5	86,6	99,0	111,0
charges fin nettes	-46,3	-49,3	-65,0	-70,6	-38,8	-37,5	-35,1	-31,2
+/- Aut élemnt Ordi	8,4	-2,1	2,8	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Résultat avant Impôt	-45,6	-68,5	-75,5	-42,4	35,4	48,9	63,6	79,5
Impôt	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Résultat net	-46,0	-68,9	-76,0	-43,0	34,8	48,2	62,9	78,6
Taux de marge nette	-23,4%	-39,9%	-31,9%	-16,8%	10,5%	13,7%	16,8%	19,8%

chiffres en MD	2016	2017	2018	2019e	2020p	2021p	2022p	2023p
BFR	-34	-49	-89	-54	-36	-33	-27	-21
FR	-158	-203	-285	-252	-221	-227	-232	-237
TN	-124	-153	-196	-198	-186	-194	-205	-216
Gearing	568,9%	1654,1%	-1675,8%	225,3%	168,9%	110,6%	47,7%	13,5%
ROE	-43,0%	-180,8%	200,7%	-22,9%	15,6%	17,8%	18,8%	19,1%

Le business plan présenté par le management nous paraît assez ambitieux : Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 12,1% sur la période 2020-2023. Les revenus passeront de 255,6MD en 2019 à 397,4MD à l'horizon de 2023

La marge brute devrait s'apprécier de 8 points passant de 47,5% en 2019 à 55,4% à l'aube de 2023 sous l'effet d'une meilleure optimisation de la consommation énergétique;

L'allègement de la dette financière devra faire réduire les charges financières de presque de moitié à 38,8MD en 2020 contre 70,6MD en 2019;

A partir de 2020, la société devra renouer avec les bénéfices avec un résultat net estimé de 34,8MD pour passer à l'horizon 2023 à 78,6MD.

Sur le prochain quinquennat, la société compte investir une enveloppe de 61,4MD destinée à financer la production immobilisée pour l'activité Agrégats.

Suite au cumul des pertes antérieures (372,6MD à fin 2019), la société a absorbé la totalité de ses capitaux propres et se trouve dans l'obligation légale de se recapitaliser pour la continuité de son exploitation. Cette levée de fonds sur le marché financier estimée à 200,4MD devrait permettre de réduire la dette bancaire ainsi que le compte courant actionnaires. Les emprunts de la société passeront à 437MD contre 643MD auparavant.