

## CARTHAGE CEMENT

### - OFFRE A PRIX FERME & PLACEMENT GARANTI -

Secteur	CIMENTERIE	Nombre de titres offerts	71 000 000 titres
Nombre d'actions	142 680 060 titres	Prix proposé	1,900 DT
Flottant	49,76%	Jouissance en dividende	1 <sup>ER</sup> Janvier 2010
Capitalisation boursière	271,092MDT	Période de souscription	24 Mai – 02 Juin 2010

### POINTS CLEFS

→ **NOUS RECOMMANDONS DE SOUSCRIRE A L'OPF**

Une levée de capitaux d'envergure (135MDT) sur le marché alternatif qui enrichira la cote d'un secteur d'activité porteur et apprécié.

- Secteur porteur au niveau national et régional du fait des importants besoins en infrastructure et en logement, et des projets immobiliers en gestation. Un secteur qui présente également un fort potentiel d'export.
- Un marché local régulé et protégé, où les prix sont homologués et en décalage par rapport au prix de marché international.
- Une augmentation de capital destinée à financer en partie un important plan d'investissement : 563MDT sur 5 ans. Ce plan permettra outre le développement de l'activité initiale de Carthage Cement (Agrégats), l'intégration des activités Ready-mix (en octobre 2010) et Ciment.(à partir du deuxième semestre 2010).
- La carrière de Jbel Ressay est la propriété Carthage Cement, celle-ci possède des réserves de matières premières très importantes.Elle bénéficie d'un emplacement stratégique : 25 km du centre ville, 25 km des deux ports Radés et la Goulette.
- Afin de garantir la construction, l'exploitation et la maintenance de la cimenterie, Carthage Cement a conclu des contrats avec des partenaires internationaux de renommée.
- L'investisseur entre dans la société pour financer ses investissements et son développement ce sont donc les perspectives de rentabilité futures de Carthage Cement dans son périmètre d'activité élargi qui l'intéresse.
- A préciser que le prix d'introduction a été calculé sur la base du périmètre d'activité actuel de l'entreprise (activité agrégats uniquement) ce qui limite le risque pris par l'investisseur par rapport aux retards éventuels de réalisation des projets.
- **Nous recommandons de souscrire à cette OPF.** Compte tenu d'une valorisation que nous jugeons attractive et prudente.

#### STRUCTURE DU CAPITAL APRES L'OPF :

Actionnaires	% du capital et des droits de vote
BINA Corp	50,24%
Public	49,76%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

**RENSEIGNEMENTS SUR L'OFFRE A PRIX FERME & LE PLACEMENT GARANTI**

**Nature de l'opération :** Introduction en bourse par augmentation de capital : 71 000 000 d'actions seront émises sur le **marché Alternatif**, soit 49,76% du capital après augmentation.

**Prix d'émission :** le prix de l'action Carthage Cement a été fixé à 1,900DT.

**Période de validité de l'offre :** L'OPF des titres est ouverte au public du 24/05/2010 au 02/06/2010 inclus.

**Modalités de l'offre :**

Placement	Nombre de titres	Montant	% de l'offre
Offre à Prix Ferme *	20 337 846	38 641 907	28,64%
Placement Garanti	47 368 421	90 000 000	66,72%
Placement Privé	3 293 733	6 258 093	4,64%
<b>Total</b>	<b>71 000 000</b>	<b>134 900 000</b>	<b>100,00%</b>

\* L'Offre à Prix Ferme sera répartie en cinq catégories :

Catégories		Nombre d'actions	Montant en DT	% du capital après augmentation	% de l'OPF
A	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 100 actions et au maximum 10 000 actions	2 443 109	4 641 907	1,71%	12,01%
B	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 10 001 actions et au maximum 100 000 actions	4 210 526	7 999 999	2,95%	20,70%
C	Personnes physiques et/ou morales tunisiennes autres que les OPCVM désirant acquérir au minimum 100 001 actions	3 684 211	7 000 001	2,58%	18,12%
D	OPCVM sollicitant au minimum 100 actions	7 368 421	14 000 000	5,16%	36,23%
E	Etrangers institutionnels et/ou personnes physiques et/ou morales désirant acquérir au minimum 100 actions	2 631 579	5 000 000	1,84%	12,94%
<b>Total</b>		<b>20 337 846</b>	<b>38 641 907</b>	<b>14,25%</b>	<b>100,00%</b>

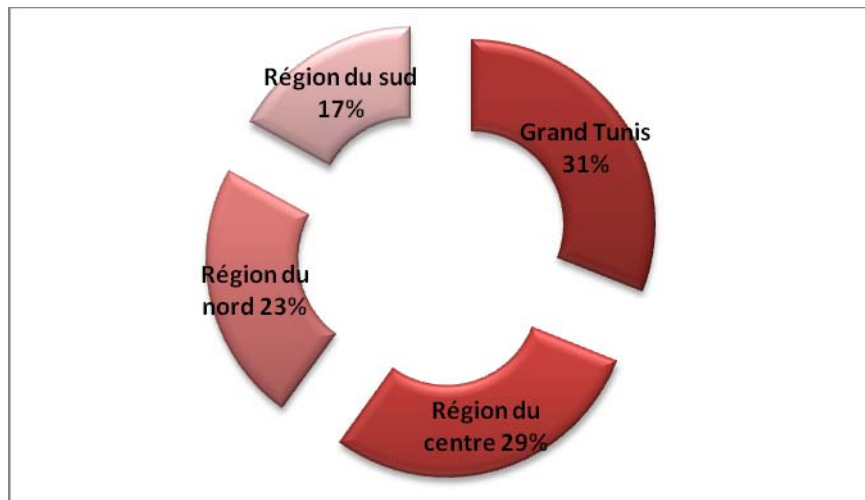
**Contrat de liquidité :**

Un contrat de liquidité pour une période d'une année à compter de la date d'introduction en Bourse, sera établi entre la MAC SA, intermédiaire en bourse, et la société BINA Holding portant sur 25,81% du produit de l'Offre à Prix Ferme, réparti en un montant de 5 000 000DT et en 2 631 579 actions.

**PRESENTATION DE L'ACTIVITE AGREGATS**

Le marché tunisien des agrégats n'a pas beaucoup évolué affichant une croissance annuelle moyenne de +1.2%/an sur les sept dernières années. En Tunisie, le marché des agrégats n'a pas beaucoup évolué sur les dernières années. Sa croissance moyenne sur les sept dernières années a été limitée à 1,2%.

Actuellement, la consommation nationale est estimée à 50 millions de tonnes concentrée principalement sur la région du Grand Tunis (31% de la consommation globale). Le taux de croissance annuel moyen de la consommation d'agrégats dans cette région se situe plutôt à +8% (sur la période 2002-2008) du fait qu'elle concentre la plupart des grands projets d'infrastructure.

**Consommation d'agrégats par région en 2008**

*Source : Cabinet HOLTEC, juin 2009.*

Selon les prévisions du cabinet HOLTEC, la consommation future d'agrégats devrait passer à 60,4 millions de tonnes en 2010 pour atteindre 82,36 millions de tonnes à l'horizon 2014, soit une croissance annuelle moyenne à 2 chiffres sur la période 2009-2014.

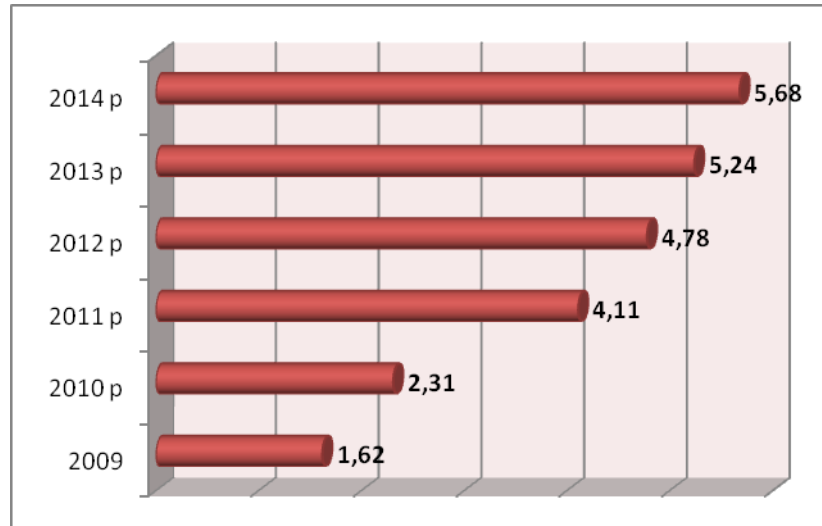
**PRESENTATION DE L'ACTIVITE READY- MIX**

Une trentaine d'usines opèrent en Tunisie dans le segment du béton prêt à l'emploi, dont près de la moitié sont installées sur le Grand Tunis. Ces usines se caractérisent par une taille limitée et une faible capacité de production.

Sur le Grand Tunis, la production journalière de Ready-mix est passée de 2,7m<sup>3</sup> en 2003 à 4,5 m<sup>3</sup> à fin 2008.

Les dernières prévisions du cabinet HOLTEC quant à la consommation future de béton, prévoient le passage d'un niveau de demande qui se situe à 1,62 millions de tonnes pour s'accroître à 5,68 millions de tonnes en 2014. A noter que ces prévisions se sont basées sur les projets futurs d'urbanisme et de développement d'infrastructure.

### Evolution prévisionnelle de la consommation locale de béton (en millions de tonnes)



### PRESENTATION DE L'ACTIVITE DU CIMENT

Une industrie fortement capitalistique qui revêt un caractère stratégique. Les cimenteries sont longtemps restées exclusivement dans le giron public, le processus de privatisation n'ayant été entamé qu'en 1998 par des cessions à des cimentiers européens.

Depuis lors, l'intervention de l'Etat demeure forte dans le secteur avec : des prix du ciment administrés sur le marché local, la priorité exigée des cimenteries de satisfaire les besoins locaux avant de vendre à l'export et bien entendu le fait que 2 cimenteries demeurent contrôlées par l'Etat : « Ciments de Bizerte » & « Oum El Kelil »

Sur les 7 unités existantes, 5 ont été cédées à des investisseurs étrangers dans un processus de privatisation du secteur entamé en 1998.

	Privatisation	Acquéreur	Nationalité
Enfidha	1998	UNILAND	Espagne
Jebel el Oust	1998	CIMPOR	Portugal
Gabès	2000	SECIL	Portugal
Jebel Jelloud (CAT)	2000	COLACEM	Italie
SOTACIB	2005	PRASA	Espagne
Bizerte		public	
Oum el Khelil		public	

Le processus de privatisation a clairement été un succès avec des prix d'acquisition élevés comparativement aux standards de la période. Le marché tunisien et son potentiel à l'export du fait de sa

situation géographique : au cœur de la Méditerranée, a suscité l'intérêt de la plupart des grands cimentiers européens.

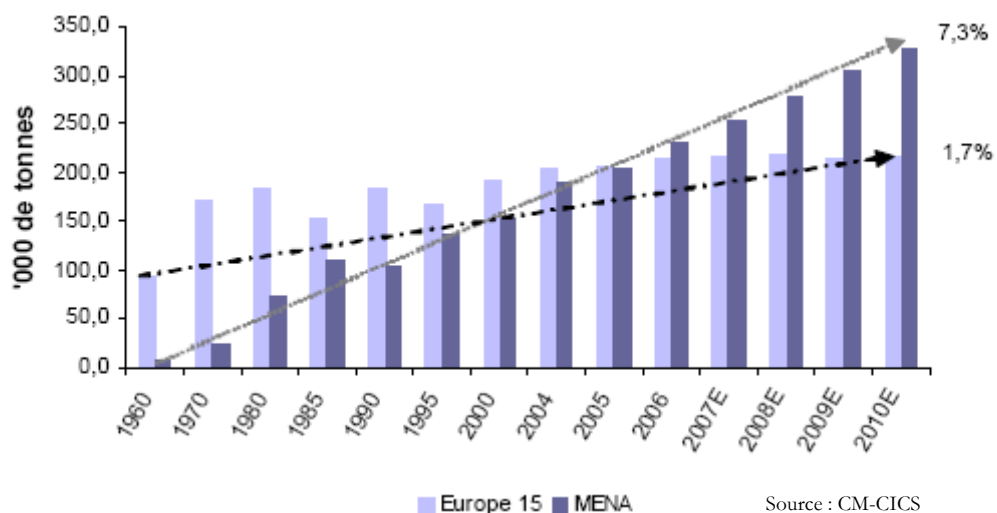
	Privatisation	Acquéreur	%	Montant (MDT)	Dinars/tonne
Enfidha	1998	UNILAND	87.9%	168.0	174
Jebel el Oust	1998	CIMPOR	100.0%	241.3	219
Gabès	2000	SECIL	99.8%	311.1	283
Jebel Jelloud (CAT)	2000	COLACEM	100.0%	50.5	253
SOTACIB (ciment blanc)	2005	PRASA	100.0%	97.0	323*
Bizerte	2009	IPO	20.0%	101.3	256**

\* Les transactions sur les unités de ciment blanc sont plus chères que sur celles de ciment gris

### → L'attrait de la région MENA

Carrefour stratégique entre l'Europe du Sud et l'Asie ; la zone MENA attise désormais l'appétit des grands cimentiers mondiaux. Ces derniers cherchent à faire évoluer leur centre de gravité vers les marchés émergents pour profiter des forts taux de croissance et sans doute bénéficier d'un contexte réglementaire et environnemental moins contraignant. Construire une cimenterie en Europe est aujourd'hui compliqué avec le durcissement progressif de la réglementation sur les quotas d'émission.

#### Evolution comparée de la demande de ciment, Europe – MENA (1960-2010<sup>e</sup>)

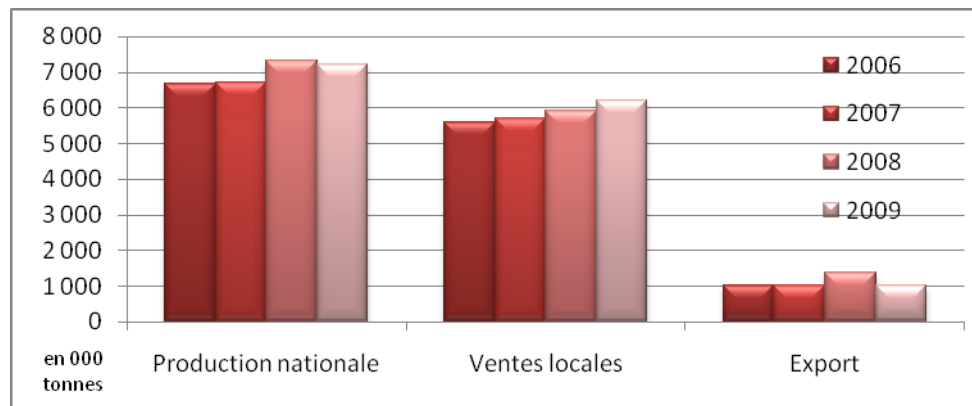


Grâce à une demande soutenue boostée par d'importants projets d'infrastructure, le marché de la région MENA pèse près de 260 millions de tonnes soit environ 10% du marché mondial. Depuis quelques années la région consomme plus que l'Europe des 15 et affiche une croissance toujours soutenue, tandis que sur les marchés matures, la croissance organique de la construction ne peut dépasser durablement celle du PIB. Un marché comme la France a enregistré une baisse de -3% de la consommation de ciment en 2008. Les marchés émergents et la région MENA notamment offrent un relais de croissance primordial pour les géants du secteur.

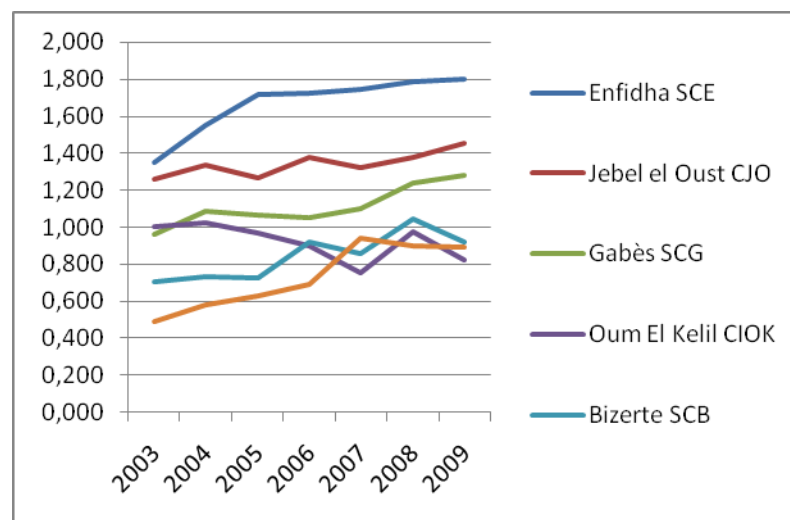
## → Le marché tunisien du ciment

Avec une capacité de production installée de l'ordre de 7.3 millions de tonne, la Tunisie a renforcé ces dernières années son offre de ciment. Des capacités destinées à répondre à des besoins croissants du marché local où se multiplient les travaux d'infrastructure, les grands projets immobiliers, le développement du logement et l'aménagement de nouvelles zones touristiques. En 2009, près de 90% de la production de ciment a été destinée au marché local.

Malgré la politique d'obligation de privilégier le marché local, les cimentiers tunisiens dégagent un surplus destiné à l'export ; toutefois, ces exportations ont baissé significativement en 2009 (-35.7%).

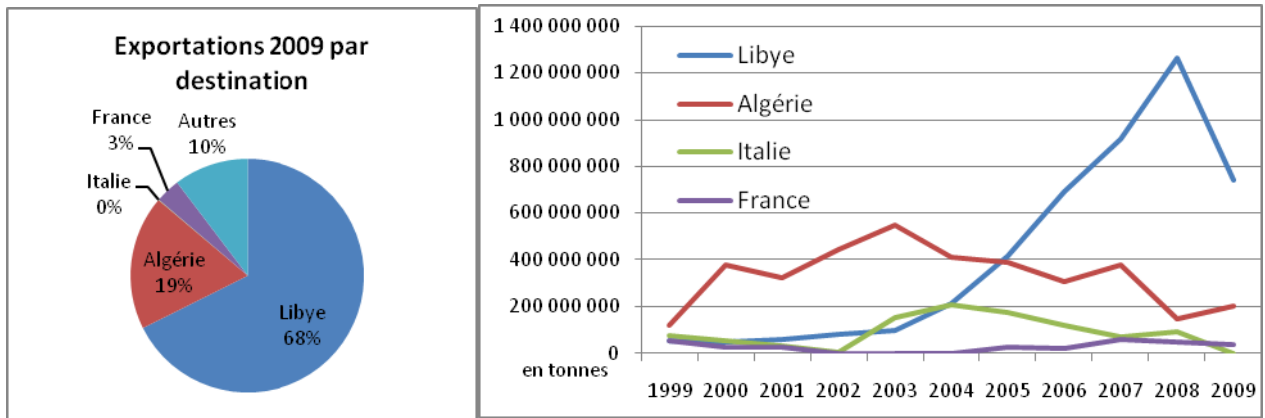


En ce qui concerne l'évolution de la production sur la période allant de 2003 à 2009 par société, celle-ci se présente comme suit :



### L'export :

Les exportations tunisiennes sont principalement destinées aux marchés de proximité : Libye, Algérie, Italie et France accaparent 90% des quantités exportées en 2009. La composante coût du transport est déterminante dans le marché du ciment et explique notamment l'attractivité de Carthage Cement qui dispose d'un emplacement stratégique (25Km des deux ports Radés et la Goulette).

Destination des exportations tunisiennes de ciments :

Source : INS

Malgré l'importante baisse des exportations en 2009 (-41%), la Libye trône encore l'essentiel des exportations tunisiennes de ciments : 68% en 2009 ; avec une évolution spectaculaire sur les dernières années : +30%/an en moyenne ! L'immense chantier libyen (infrastructures, villes nouvelles ...) constitue un débouché important pour le ciment tunisien.

Les autres marchés de destination du ciment tunisien ont une évolution dans le temps nettement moins spectaculaire voire irrégulière avec sur la période 1999-2009 : +5%/an pour l'Algérie, -37%/an pour l'Italie et -4%/an pour la France.

### → Les prix :

Le contexte prix est marqué par l'intervention de l'Etat sur le marché local. Les prix sont homologués et maintenus à un niveau inférieur aux cours internationaux : le différentiel entre prix pratiqué sur le marché local et prix à l'export est de 25%-30% !

Des prix homologués sur le marché local mais qui ont bénéficié d'une hausse de +7%/an sur les cinq dernières années.

Le maintien des prix locaux à un des niveaux les plus faibles de la région explique que les pouvoirs publics soient obligés de contraindre les cimentiers à satisfaire en priorité le marché local. Une contrainte qui passe par un texte réglementaire qui obligera les nouveaux entrants dans le secteur à consacrer au minimum 70% de leurs ventes au marché local. Bien entendu, cette contrainte ne s'applique que si les besoins du marché local ne sont pas totalement satisfaits.

### → De nouveaux entrants :

Outre la cimenterie Carthage Cement qui sera opérationnelle à compter de mi-2012, un autre projet est à un stade avancé à savoir celui de Gafsa. Ce sont des investissements lourds que des groupes privés tunisiens et étrangers sont prêts à engager pour répondre aux besoins du marché local sur le moyen terme et pour saisir des opportunités à l'export.

L'unité de Gafsa est le fruit d'un partenariat entre la Compagnie des Phosphate de Gafsa (CPG) et le groupe espagnol Aricam ; elle devrait atteindre une capacité de production de 1 million de tonnes pour un investissement de l'ordre de 420 millions de dinars.

Concernant le projet de Carthage Cement situé dans la région de Djebel Ressas, celui-ci devrait afficher une capacité de production de 2,3 millions de tonnes en 2013.

Au total et à l'horizon 2014, la capacité de production en ciments du pays pourrait atteindre les 12,380 millions de tonnes compte tenu des nouveaux entrants et de l'augmentation de la capacité de production des acteurs existants.

Les décisions de lancer ces nouvelles capacités de production ont été prises alors que de nombreux mégaprojets d'investissements immobiliers financés notamment par les fonds du Golfe étaient annoncés pour les années à venir ; l'incertitude qui entoure désormais la plupart de ces projets ne semble pas, pour l'heure, avoir provoqué le renoncement à ces investissements.

Sur les 6 dernières années, et sans mégaprojets, la production de ciment en Tunisie a enregistré une progression moyenne de +4%/an ; passant de 5,77 millions de tonnes en 2003 à 7,164mt en 2009. Si la production de ciment augmente de plus 5 millions de tonnes d'ici 2014 cela correspond à une augmentation moyenne de près de 10%/an sur les 5 prochaines années.

Une capacité additionnelle dont une large partie devrait être absorbée par les besoins locaux, tout en laissant plus de marge de manœuvre aux cimentiers tunisiens pour être plus présents à l'export. La consommation locale absorbe actuellement plus de 85% de la production en 2009, à l'horizon 2013 la proportion devrait se rapprocher des 80% selon une étude faite par le cabinet HOLTEC.

Cette évolution correspondrait à un doublement des quantités exportées d'ici 2014 soit 1,970mt contre 0,970mt actuellement.

## **PRESENTATION DE CARTHAGE CEMENT**

Carthage Cement est une société nouvellement créée en octobre 2008 à la suite de la scission totale de la société « Les Grandes Carrières du Nord » qui appartenait à Mr Lazhar STA. Le patrimoine foncier ainsi que l'usine de concassage de cette dernière ont été par conséquent transférés à Carthage Cement.

La nouvelle entité est détenue majoritairement par la société BINA Corp, elle-même détenue à concurrence de 59,6% par BINA Holding et de 40,4% par un investisseur étranger (Gulf Investment Overseas). A noter que la société BINA Holding est une société co-détenue également entre Mr Lazhar STA et Mr Belhassen TRABELSI.

L'activité de Carthage Cement se limite à l'heure actuelle à l'extraction et à la vente d'agrégats issus de la carrière de Jbel Resas. Cette carrière, qui est la propriété de la société, est d'une superficie de 218ha située à une trentaine de kilomètres au sud de la ville de Tunis.

Les agrégats produits et commercialisés sont principalement le sable de concassage et le gravier. Au titre de l'année 2009, qui est la première année pleine d'activité de la société, le chiffre d'affaire dégagé à partir de cette seule activité s'est établi à 13,8MDT soit quasiment le même niveau de 2008. Pour assurer une meilleure qualité, la société a décidé de réduire la quantité produite en 2009 privilégiant un certain type d'agrégats, d'où la baisse de la production de -23% à 1,8 million de tonnes. Elle a par ailleurs, révisé ses prix de vente à la hausse en les augmentant en moyenne de +32%.

Cette situation s'est traduite par une amélioration de la Marge Brute en absolu : +47% à 13,3MDT, ainsi que du taux de marge brute qui a gagné 30 points passant de 66% en 2008 à 96% en 2009.

Quant à la rentabilité opérationnelle, le résultat d'exploitation enregistré en 2009 au titre de cette unique activité s'est élevé à 10,744MDT (vs 5,67MDT en 2008) ce qui correspond à une marge opérationnelle de 77,9%.

Au niveau du bottom line, celui-ci est très pénalisé par l'importance des charges financières de la société compte tenu de sa structure financière fortement endettée. Le gearing de la société se situait à 126% à fin 2009. A noter que 76% de la dette nette est constituée d'un compte courant associé (72,7MDT) générant des intérêts annuels au taux de 8% l'an. Ceux-ci se sont élevés à 5,6MDT en 2009 soit 89% de la charge financière totale.

Le résultat net s'est par conséquent établi à 2,869MDT contre un déficit de 0,441MDT en 2008.

En ce qui concerne l'évolution de l'activité sur le premier trimestre 2010, celle-ci a été très favorable. En effet, la production des agrégats a atteint 923 345 tonnes en progression de +16,3% par rapport à la même période de 2009. Le chiffre d'affaire a enregistré un bond encore plus significatif au 31-03-2010 soit +65% à 4,369MDT.

### → INVESTISSEMENTS ET PROJETS FUTURS :

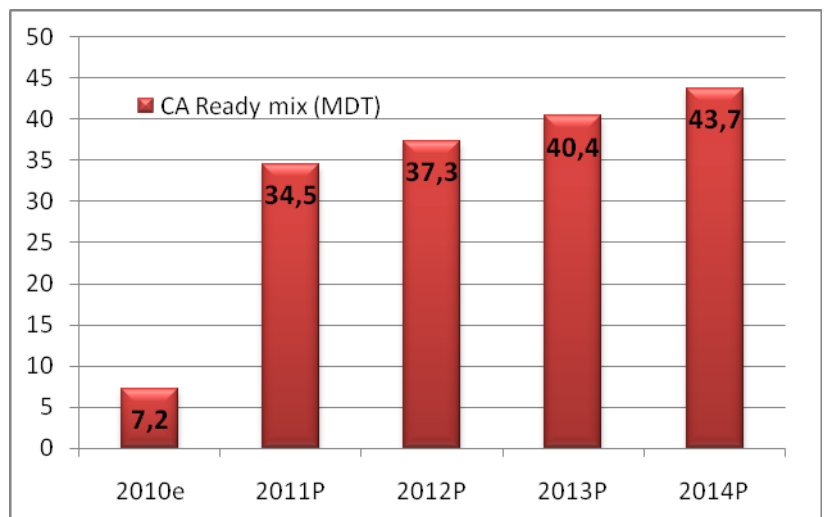
Afin de bénéficier des effets de synergies, Carthage Cement a choisi de boucler la chaîne en intégrant deux autres activités tout en maintenant l'activité d'extraction et de vente d'agrégats :

#### (1) Activité Ready Mix :

Cette activité devrait être opérationnelle à compter du mois d'octobre 2010 ; elle nécessitera un investissement de 9,8MDT qui sera réalisé en totalité en 2010.

La société projette la production de 0.36 million de m<sup>3</sup> en 2011, sa première année pleine d'activité. Le chiffre d'affaire estimé pour cette même année s'élève à 34,5MDT compte tenu d'une augmentation annuelle des prix de 8% l'an.

→ Evolution du chiffre d'affaires de l'activité de Béton sur la période 2010-2014



#### (2) Activité ciment :

Carthage Cement commencera la construction d'une usine de production de ciment avec une capacité de 1,76 millions de clinker par an soit l'équivalent de 2,3mt de ciment. Cette cimenterie entrera en exploitation en juillet 2012.

Compte tenu de son emplacement stratégique, 25km du centre ville, 25km des deux ports radés et la Goulette et à 20km du lac sud de Tunis, Carthage Cement compte exporter 20% de sa production de ciment.

Carthage Cement dispose d'une autorisation d'exploitation d'un gisement en pleine propriété d'une superficie de 218 Hectares. L'usine est implantée à l'ouest du gisement, là où l'épaisseur du gisement directement exploitable est réduite.

Avec les nouvelles autorisations données par l'Etat, la capacité totale future du marché devrait atteindre les 12,380 millions de tonnes à l'horizon 2014. Toutefois, et compte tenu d'une demande locale accrue, le secteur affichera toujours un déficit.

	Capacité*	Vente		Demande locale	Surplus/Déficit
		Export	Local		
2012	12 380	1 730	9 780	9 350	430
2013	12 380	1 900	9 960	9 890	70
2014	12 380	1 970	9 880	10 360	-480
2015	12 380	2 050	9 800	10 310	-510

Source : Cabinet HOLTEC, juin 2009.

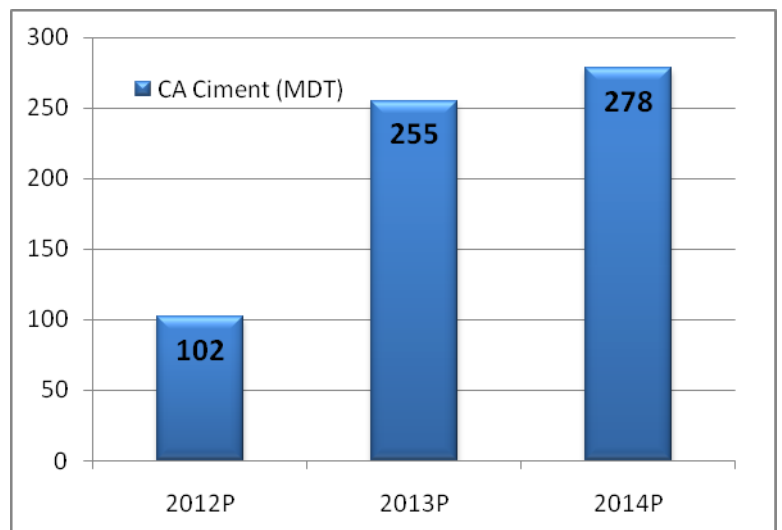
\* La capacité a été révisée suite à l'annulation du projet d'augmentation de capacité de production de la SCB

Afin de garantir la bonne réalisation de ce projet, le management de Carthage Cement a fait appel à des cabinets internationaux de renommée, à savoir le cabinet suisse d'ingénieurs conseils PEG SA, leader mondial des cimenteries. Ce cabinet se chargera du conseil et de la conception du chantier. Pour ce qui est de la gestion de la production et de la maintenance, la société a confié cette tâche à un cabinet danois FLSmith.

Tous ces contrats et garantis données dans le cadre de la construction et l'exploitation de la cimenterie ont été négociés avec l'assistance du cabinet d'avocat international White & Case.

Ce projet de cimenterie devrait générer un chiffre d'affaires dès le premier semestre d'exploitation de l'ordre de 102MDT qui sera deux fois et demi plus important la première année pleine d'exploitation soit 255MDT prévus en 2013 pour atteindre les 278MDT à fin 2014.

→ Evolution du chiffre d'affaires de l'activité Ciment sur la période 2012-2014



➤ **Tableau récapitulatif des investissements projetés sur la période du Business Plan :**

(En MDT)	2010e	2011P	2012P	2013P	2014P
Activité Agrégats*	3,25	1,5	1,5	1,5	1,5
Activité Ready-Mix	9,88	0	0	0	0
Activité du Ciment	218,09	218,34	107,01	0	0
<b>Total</b>	<b>231,22</b>	<b>219,84</b>	<b>108,51</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>

\*cette activité étant déjà opérationnelle, les investissements prévus concernent le renouvellement et la maintenance.

Pour le développement de ces trois activités, Carthage Cement est amenée à investir une enveloppe d'un montant qui dépasse les 560MDT dont 24% seront financés par le marché financier à travers la levée de 134,9MDT, le reste sera assuré par des crédits bancaires et du leasing.

**LES PROJECTIONS :**

(en KDT)	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	TCAM 2009/2014
Revenus Agrégats	13 798	18 411	19 345	28 496	17 935	19 396	+7,0%
Revenus Ready Mix		7 153	34 528	37 342	40 385	43 677	
Revenues Ciment				102 854	255 037	278 174	
<b>Total revenus</b>	<b>13 798</b>	<b>25 564</b>	<b>53 872</b>	<b>168 693</b>	<b>313 357</b>	<b>341 247</b>	<b>+90,0%</b>
variation des stocks	-3 556						
Coût direct Agrégats	4 070	2 211	2 244	3 193	1 941	2 028	-13,0%
Coût direct Ready Mix		3 018	14 481	11 648	8 085	8 404	
Coût direct Ciment				45 104	106 702	111 146	
<b>Total achats consommés</b>	<b>514</b>	<b>5 229</b>	<b>16 725</b>	<b>59 944</b>	<b>116 728</b>	<b>121 579</b>	<b>+198,4%</b>
<b>Marge brute</b>	<b>13 284</b>	<b>20 335</b>	<b>37 148</b>	<b>108 748</b>	<b>196 630</b>	<b>219 668</b>	<b>+75,3%</b>
<i>Taux de marge</i>	<i>96,3%</i>	<i>79,5%</i>	<i>69,0%</i>	<i>64,5%</i>	<i>62,7%</i>	<i>64,4%</i>	
Autres Charges d'exploitation	1 966	3 836	6 788	13 511	19 211	19 993	+59,0%
Frais de personnel	4 821	5 031	5 803	6 093	6 397	6 717	+6,9%
Transfert / résorption de charges	9 060	9 303	9 919	-11 909	-11 909	-11 909	-205,6%
Production immobilisée	3 324	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	-2,0%
<b>Total Autres charges</b>	<b>-5 597</b>	<b>-3 436</b>	<b>-328</b>	<b>28 513</b>	<b>34 517</b>	<b>35 619</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>18 881</b>	<b>23 771</b>	<b>37 476</b>	<b>80 235</b>	<b>162 113</b>	<b>184 049</b>	<b>+57,7%</b>
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>136,8%</i>	<i>93,0%</i>	<i>69,6%</i>	<i>47,6%</i>	<i>51,7%</i>	<i>53,9%</i>	
Dotations aux amortissements et aux provisions	8 136	9 204	10 658	42 954	75 175	75 236	+56,0%
<b>EBIT</b>	<b>10 745</b>	<b>14 567</b>	<b>26 818</b>	<b>37 281</b>	<b>86 938</b>	<b>108 813</b>	<b>+58,9%</b>
Charges financières	6 603	7 763	8 044	21 251	33 083	29 244	+34,7%
Produits financiers	853	224	419	1 449	2 891	4 147	+37,2%
Gains & pertes ordinaires	-391						
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>4 604</b>	<b>7 028</b>	<b>19 193</b>	<b>17 479</b>	<b>56 746</b>	<b>83 716</b>	<b>+78,6%</b>
Impôt/ bénéfice	1 734	2 441	5 909	11 183	17 280	23 794	+68,8%
<b>Résultat net</b>	<b>2 870</b>	<b>4 587</b>	<b>13 284</b>	<b>6 296</b>	<b>39 466</b>	<b>59 922</b>	<b>+83,6%</b>

Les prévisions de Carthage Cement reposent sur la stratégie de développement des activités de la société ; en plus de l'activité existante, à savoir la production et la vente d'agrégats (gravier et sable), le Business Plan repose sur l'intégration de deux autres activités majeures, il s'agit de l'activité du béton prêt à l'emploi et l'activité cimenterie.

L'activité Ready Mix ou béton prêt à l'emploi entrera en exploitation en octobre 2010. La majorité de la matière première utilisée pour cette activité sera fabriquée par la société elle-même dans le cadre des autres activités agrégats et cimenterie.

En 2011, les deux activités ensemble (Agrégats & Ready mix) généreront un chiffre d'affaires de 53,9MDT et un résultat d'exploitation de 26,8MDT soit une marge opérationnelle de 49,8%. Le résultat net devrait franchir les 13MDT à 13,3MDT.

Concernant l'activité du ciment qui sera opérationnelle à partir de mi-2012, elle devrait atteindre sa capacité de production optimale en 2013 soit 2,3millions de tonnes.

L'intégration de cette activité devrait se traduire par une augmentation du chiffre d'affaires global de 102,8MDT entre 2011 et 2012. Ce dernier devrait atteindre les 341MDT à l'horizon 2014. Le résultat d'exploitation passera alors à 108,8MDT pour un bénéfice 2014 de 59,9MDT ce qui correspond à une marge nette de 17,6%.

### **L'EVALUATION DE CARTHAGE CEMENT :**

L'évaluation de la société a été effectuée par le cabinet d'expertise FINOR. Deux scénarios ont été étudiés, le premier s'est basé sur un business plan qui ne prend en considération que l'activité actuelle de la société « Agrégats » et le deuxième a tenu compte des trois activités.

Trois méthodes d'évaluation ont été utilisées pour déterminer la valeur de Carthage Cement. La méthode de l'actif net réévalué, la méthode du Goodwill et la méthode des Discounted Cash Flow (DCF) dont les paramètres utilisés se présentent comme suit :

Taux sans risque	5,67%
Prime de risque	6,00%
Bêta (sans dette)	1
Taux de croissance à l'infini "g"	2%

Pour ce qui est du coût moyen pondéré du capital, le taux d'actualisation retenu est un taux évolutif qui varie avec l'évolution de la structure financière de la société.

Les deux scénarios aboutissent aux valeurs suivantes :

	Valeur/action sur la base d'une seule activité	Valeur/action sur la base des trois activités
ANR	2,59	2,59
DCF	2,31	4,69
GW	3,15	3,41
<b>Moyenne</b>	<b>2,683</b>	<b>3,563</b>

Le prix proposé pour l'opération CARTHAGE CEMENT s'est basé sur le premier scénario qui exclut les deux projets futurs (Ready mix & cimenterie), il est de **1,900DT** offrant une décote de 29% par rapport à la moyenne arithmétique des méthodes retenues.

000 DT	Valorisation	Valeur/action	Décote/Surcote du prix de l'IPO par rapport à la valorisation	
ANR	369 541	2,590	-27%	Décote
DCF	329 591	2,310	-18%	Décote
GW	449 442	3,150	-40%	Décote
Moyenne	382 858	2,683	<b>-29%</b>	Décote
<b>Prix proposé</b>	<b>271 092</b>	<b>1,900</b>		

### → Les multiples de valorisation de Carthage Cement:

Appréhender Carthage Cement sur la base de ses multiples actuels ne correspond pas à l'esprit de l'opération. L'investisseur entre dans la société pour financer ses investissements et son développement ce sont donc les perspectives de rentabilité futures de Carthage Cement dans son périmètre d'activité élargi qui l'intéresse.

Rappelons par ailleurs que le prix d'introduction a été calculé sur la base du périmètre d'activité actuel de l'entreprise (activité agrégats uniquement) ce qui limite le risque pris par l'investisseur par rapport aux retards éventuels de réalisation des projets.

Si l'on se contente de regarder les ratios boursiers actuels de la société, il est difficile de trouver un attrait à la valorisation de Carthage Cement étant donné que l'activité du ciment ne sera opérationnelle qu'à partir de mi-2012. L'entité qui intéresse l'investisseur ne commencera à montrer son vrai potentiel qu'à partir de l'année 2012 si le BP est respecté.

	P/E		P/B	DIV YIELD
	2009E	2010E	2010	2010
Carthage Cement	94,5	31,1	1,3	0,0%

A titre indicatif, les ratios boursiers du secteur du ciment marocain se présentent comme suit :

	P/E		P/B	P/B
	2010E	2011E	2010	2011
SECTEUR CIMENT MAROC	16,3	15,1	4,5	3,9

→ Compte tenu d'une valorisation que nous jugeons attractive et prudente, **nous recommandons de souscrire à cette OPF.**