

## INDUSTRIES CHIMIQUES DU FLUOR

En date du 04/10/2018

**Cours:** 123,600 DT**Capitalisation boursière:** 252,6 MDT**Performance YTD:** 373%**Ratios de Valorisation**

PER<sub>2017</sub>: 17,4x    PER<sub>2018e</sub>: 5,4x  
Yield<sub>2017</sub>: 3,2%    Yield<sub>2018e</sub>: 3,6%  
P/B<sub>2017</sub>: 3,2x  
ROE<sub>2017</sub>: 18,7%

**Actionnariat (au 03/05/2018)**

ARMICO: 26.67%  
Ste Marhaba International: 14.83%  
Ste Marhaba Beach: 18.90%  
Actionnaire - 5%: 37.21%

**» Présentation du groupe**

La société Industrielle Chimique du Fluor de Gabes (ICF) est une société anonyme créée le 11 juin 1974 par le gouvernement tunisien et située dans la zone industrielle de Ghannouch à Gabes. L'ICF réalise la grande majorité de son chiffre d'affaires dans la production de **fluorure d'aluminium (ALF3)** depuis 1976. En effet, elle exporte de la matière première pour la production d'aluminium. Les matières premières servant à produire du fluorure d'aluminium sont l'acide sulfurique, le spath fluor et l'alumine hydratée. Il faut noter que la fabrication de l'ALF3 nécessite l'importation du Spath Fluor et d'Alumine principalement de Chine, d'Italie et du Maroc. Ensuite, le fluorure d'aluminium est utilisé comme additif (environ 20 kg/tonne) dans la fabrication de l'aluminium métallique. Les produits résiduels de la production de fluorure d'aluminium sont l'anhydrite, le gypse. ICF a procédé en 2009 à la construction d'une unité de production d'Anhydrite. A l'origine, l'intégralité du chiffre d'affaires de la société était réalisée à l'export, jusqu'à l'exercice 2009 où elle a commencé à vendre l'anhydrite non seulement à l'export mais également sur le marché local, après la réalisation d'un projet de valorisation de ce déchet industriel. La production annuelle qui est d'environ 100 000 tonnes est destinée à la consommation des cimenteries locales et à l'export.

**» Conjoncture actuelle**

En 2018, le groupe poursuit un trend haussier entamé en 2017. Au 30/06/2018, le chiffre d'affaires de ICF affiche une croissance de 39% sur le premier semestre 2018 par rapport à la même période de 2017. Cette croissance s'explique par:

i/ L'effet volume: la Chine, principal producteur mondial de fluorure d'aluminium a réduit sa présence sur le marché. Ainsi ICF profite de ce contexte et demeure désormais avec les producteurs italiens et Abu Dhabi (Gulf Fluor), les principaux fournisseurs sur les marchés traditionnels (Europe, Afrique et Moyen Orient). D'après les indicateurs d'activité, la production de fluorure d'aluminium aurait augmenté de 9% au premier trimestre 2018 et 14% au deuxième trimestre, par rapport respectivement au T1 et au T2 2017, avec des stocks de produits finis en forte baisse. Actuellement, l'usine est en plein emploi de sa capacité normale de production. Motivée par ce contexte favorable, ICF étudie la perspective de lancer une nouvelle unité de production de fluorure d'aluminium d'une capacité de 50 millions de tonnes.

ii/ L'effet prix: la hausse des prix unitaires de vente ont connu une nette amélioration (avoisinant 50 %).

iii/ L'effet change: une grande partie des ventes de la société se font à l'export. La dépréciation du dinars a donc bénéficié à ICF.

**» Marché mondial de l'aluminium**

Le cours de l'aluminium au LME (London Metal Exchange) est en hausse depuis plus de deux ans. Le cours a atteint plus de 2200 US\$/tonne début 2018, tiré entre autres par son emploi en croissance notamment dans l'industrie automobile. Début 2016, le cours de l'aluminium au LME s'élevait à environ 1 500 US\$/tonne pour dépasser la barre des 2 000 US\$/tonne en 2017. Depuis, le cours n'est pas repassé en dessous.

Par ailleurs, depuis le mois de février, le marché mondial des métaux de base se trouve chahuté par l'annonce de Donald Trump de mettre en place des droits de douane sur l'aluminium et l'acier importés aux Etats-Unis. Les tensions protectionnistes sur fond de conflits commerciaux entre la Chine et les Etats-Unis laissent planer l'incertitude sur le marché mondial de l'aluminium.

De plus, en janvier le président américain avait annoncé des sanctions à l'encontre du dirigeant du second producteur mondial d'aluminium RUSAL, un oligarque milliardaire russe, ce qui avait eu un effet accélérateur sur le cours de l'aluminium. Les tensions politico-économiques entre les Etats-Unis et la Russie s'étaient traduites par un manque d'approvisionnement du géant RUSAL.

» Analyse financière, rétrospective depuis 2012

L'évolution des revenus de ICF est marquée par une certaine instabilité depuis 2012. En effet, le chiffre d'affaires a évolué en dents de scie d'une année à l'autre réalisant ainsi un TCAM de 12,2% sur ces six dernières années. Nous soulignons cependant la remarquable croissance du chiffre d'affaires en 2017, qui a augmenté de 42% pour s'établir à 118MDT contre 83MDT en 2016. Cette hausse s'est poursuivie au premier semestre 2018, avec des revenus en hausse de 39% pour s'établir à 79MDT au 30/06/2018 contre 57MDT une année auparavant. La marge brute a avoisiné une moyenne de 11% de 2013 à 2016, pour croître significativement en 2017 et s'établir à 21%. Avant cela, l'année 2012 avait été remarquable, marquée par une conjoncture favorable: amélioration de l'outil de production, hausse du cours de l'US\$, hausse des prix de vente et disponibilité des matières premières.

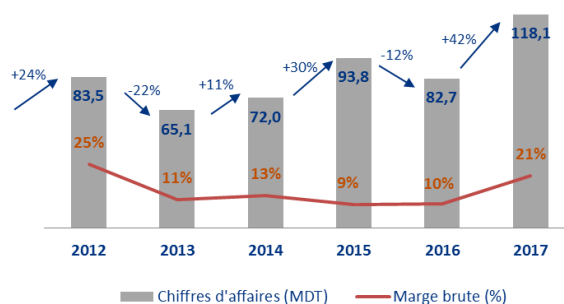
La marge d'EBITDA a affiché une croissance modérée de 2013 à 2016, passant de 4,8% à 8,4% sur cette période. Puis, en 2017, elle s'est envolée à 17,6%, tirée par la croissance du chiffre d'affaires.

ICF présente une structure d'endettement tout à fait raisonnable avec un gearing qui a atteint un maximum de 33% sur la période étudiée. La dette nette a plus que doublé entre 2013 et 2015 pour ensuite devenir négative en 2017. La dette nette au 30/06/2018 s'élève à -21MDT. Cette évolution s'explique par une baisse du niveau d'endettement mais surtout par une hausse significative de la trésorerie qui s'élevait à 1MDT au 31/12/2016, puis 24MDT au 31/12/2017 et 32MDT au 30/06/2018.

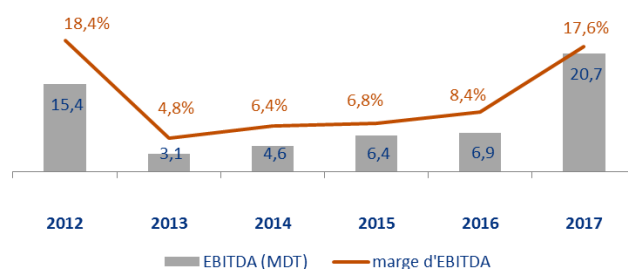
En termes de rentabilité, le résultat net de ICF s'est inscrit en baisse depuis 2012, pour repartir à la hausse en 2017. Malgré un EBITDA en hausse de 2013 à 2016, le résultat net a été plombé par des charges financières en hausse et/ou des dotations aux amortissement et provisions en hausse également. La rentabilité financière a suivi le même cycle avec un ROE qui s'élevait à 21% en 2012, qui s'est dégradé jusqu'en 2016 pour atteindre 0,6% pour ensuite remonter à 18% en 2017.

Pour conclure, l'analyse financière des six derniers exercices comptables de ICF fait ressortir une très bonne année en 2012 tant au niveau de l'exploitation que de la rentabilité. S'en est suivie une période (2013 à 2016 inclus) plus mitigée en termes de performance financière avec une gestion opérationnelle satisfaisante mais un endettement globalement en hausse et une rentabilité en baisse. L'année 2017, marquée par une conjoncture favorable a permis de dégager de très bons résultats.

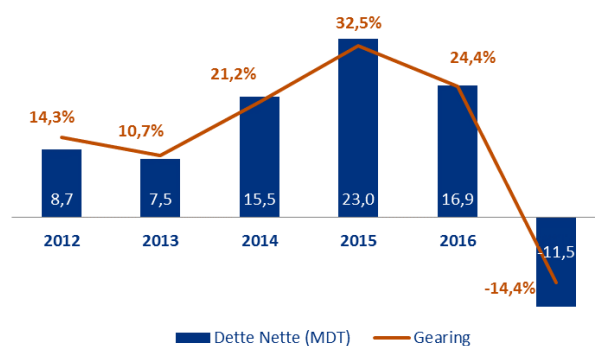
Evolution des revenus et du taux de marge brute



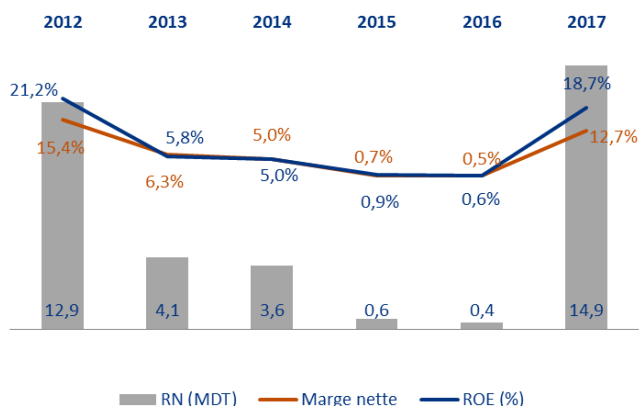
Evolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA



Evolution de la dette nette et du gearing



Evolution du résultat net et rentabilité



» Comportement boursier

Le cours du titre ICF affiche une croissance fulgurante depuis le début de l'année à +373%. Au premier janvier 2018, le titre cotait 28 DT alors qu'il s'élève à présent à 123,600 DT après détachement de dividendes. En 2017, le titre clôturait l'année avec un rendement de +30%.

La capitalisation boursière s'élève aujourd'hui à 259 MDT contre 59 MDT au 1er janvier 2018.

Le titre connaît un regain d'attractivité avec un volume quotidien moyen échangé de 93 KDT en YTD contre 2 KDT en 2017.

Evolution du cours ajusté du titre ICF sur une année glissante



» Perspectives et opinion

La société bénéficie d'une conjoncture internationale favorable:

- Cours de change en faveur de ICF qui est presque totalement exportatrice,
- Baisse de la concurrence de la Chine en raison des tensions commerciales entre la Chine et le Etats-Unis,
- Hausse des cours de l'aluminium.

La société envisage actuellement l'opportunité de procéder à l'augmentation de sa capacité de production. Il est néanmoins important de rester prudent notamment en raison de l'incertitude qui plane sur le marché mondial de l'aluminium qui reste dépendant des décisions politiques qui seront prises par les grandes puissances.