

### Compte de résultat

Chiffres en MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TCAM 2021-2016	2021 Budget	Taux de réalisation 2021vs. Budget	2022p
<b>Chiffre d'affaires</b>	196,1	172,9	238,2	249,6	253,0	326,0	10,7%	352,1	92,6%	389,7
<i>Progression</i>	6%	-12%	38%	5%	1%	29%		39%		20%
<b>Marge brute</b>	91,1	68,7	79,0	114,8	154,5	183,1	15,0%	194,1	-5,6%	198,3
<i>Progression</i>	-2%	-25%	15%	45%	35%	19%		26%		8%
Taux de marge brute	46%	40%	33%	46%	61%	56%		55%		51%
<b>EBITDA</b>	49,9	27,2	31,9	68,9	100,7	118,5	18,9%	136,2	-13,0%	136,1
<i>Progression</i>	-8%	-45%	17%	116%	46%	18%		35%		15%
Marge d'EBITDA	25%	16%	13%	28%	40%	36%		39%		35%
<b>Charges financières nettes</b>	46,4	49,4	65,1	72,7	57,0	43,9	-1,1%	39,1		40,7
<i>Progression</i>		6%	32%	12%	-22%	-23%		-31%		-7%
<b>Résultat net</b>	-46,0	-68,9	-76,0	-51,3	19,4	31,5		52,4	-39,8%	48,5
Taux de marge nette	-23%	-40%	-32%	-21%	8%	10%		15%		12%

Source: Carthage Cement

Carthage Cement a tenu, le 22 Juin 2022, une communication financière au cours de laquelle le management est revenu sur les réalisations de la société en 2021. Carthage Cement a vu son chiffre d'affaires se hisser de 29% à 325,9MDt à fin 2021. Ce chiffre d'affaires est en dessous des objectifs du business plan présenté par le management l'année dernière, qui tablait sur un CA de 352MDt. La société a affiché un résultat net positif de 31,5MDt, soit une marge nette de 10%.

Selon le BP du management, la valorisation du cimentier devrait se stabiliser à des niveaux raisonnables, soit un PE 2022e de 9,6x et un VE/EBITDA 2022e de 6x. À ces niveaux de valorisation, Carthage Cement traite plus cher que la moyenne de ses pairs régionaux et internationaux.

Le cimentier n'a pas pu atteindre à 100% les objectifs escomptés de son Business Plan avancé lors de son augmentation de capital en 2020 et ce en raison de la crise et le flambée du coût de l'énergie. Toutefois, il a réussi sa restructuration opérationnelle. La rentabilité opérationnelle sera au rendez-vous, mais révisée à la baisse au vu du contexte inflationniste qui sévit. Le nouveau business plan même si plus réaliste que celui présenté précédemment, nous semble tout de même challengeant. En attendant la concrétisation des objectifs du business plan de la société, nous recommandons de « conserver » le titre avec perspectives positives.

**Prix : 1,350 Dt**

**Conserver (+)**

#### Actionnariat

Société Bina Corporate :	40,2%
El Karama Holding :	14,9%
BT SICAR :	5,3%
Autres actionnaires:	24,1%
Flottant:	15,6%

#### Capitalisation boursière:

**463,9MDt**

#### Ratios boursiers\*:

PER 2022e:	9,6x
P/B 2021e:	2,1x
Yield 2021e:	0%
VE/revenus 2022e:	2,1x
VE/EBITDA 2022e:	6x
Performance Y-t-D:	+2,27%

Données en date du 22/06/2022

Actionnariat en date du 31 Décembre 2021

## I. Présentation de la société

- **Carthage Cement** a été fondée en 2008 suite à la scission de la société « Les Grandes Carrières du Nord ». Elle a été créée à l'initiative de deux groupes privés : KARTHAGO (Trabelsi) et MAJUS (Lazhar STA) dans le but de mettre en place un complexe cimentier qui produit et commercialise : les agrégats (en 2009), le ciment (S2 2012), le béton prêt à l'emploi (Octobre 2010), les liants hydrauliques et le ciment (en 2014).

- **Carthage Cement** dispose des outils de production des plus performants et à la pointe de la technologie, lui permettant de répondre aux besoins du marché de matériaux de construction avec une capacité de production installée de : **Granulats** 12 800 Tonnes / jour, **Ciment** 6 800 Tonnes / jour ( soit 2 millions de Tonnes de ciment par an), Bétons **prêts à l'emploi** 2 600 m<sup>3</sup> / jour.

- Située à Jbel Ressayas, la carrière de Carthage Cement contient des réserves de matières premières très importantes (500 Millions de tonnes estimés à environ 100 ans de production), d'une qualité exceptionnelle permettant la production de graviers, de bétons et de ciments de qualité supérieure et à moindre coût. Les produits de CC sont conformes aux normes européennes.

- La carrière de Jbel Ressayas est la propriété de Carthage Cement, jouissant d'un emplacement géographique stratégique à : •25 km du centre de Tunis •25 km du plus important port commercial de Tunisie (La Goulette - Rades) •A proximité de la plus importante zone de développement urbain (la banlieue sud).

- Lors de la création de la cimenterie, **Carthage Cement s'est associé à des partenaires techniques de premier plan**, lui permettant de bénéficier d'une technologie de pointe :

**1 /- Le cabinet Suisse PEG SA**, a été mandaté pour le design de la cimenterie ainsi que le pilotage du projet, depuis l'étude de faisabilité et l'appel d'offre jusqu'à la réception définitive de l'usine.

**2/- FLSmidth, du Danemark**, leader mondial a été sélectionné pour un contrat clé en main d'Engineering, fourniture, construction et montage de la cimenterie. FLSmidth a également été retenu pour le contrat de gestion de la production et maintenance (O&M).

- Le coût de l'usine s'est élevé à 528MDt et a été financé par : une augmentation de capital de 134,9MDt à lever sur le marché alternatif et par un endettement bancaire de 396MDt, accordé par un syndicat de banques tunisiennes.

- Depuis mi-juin 2014, avec l'entrée en exploitation de CC (en 2014), dans un contexte où la demande de ciment était bridée, un excédent d'offre s'est établi sur le marché tunisien. Les autorités tunisiennes ont dû libéraliser les exportations, dé plafonner les prix de vente (autrefois homologués) et supprimer, en contrepartie les avantages et les subventions énergétiques pour les cimentiers.

- Dans le but de ne pas déstabiliser le marché local et ne pas brader les prix, la stratégie de Carthage Cement, depuis ces dernières années, consistait à maintenir son positionnement sur le marché local. L'excédent de production sera exporté vers les marchés limitrophes. Ceci peut,

toutefois, buter sur des problèmes sécuritaires et d'accès en Libye et sur la surcapacité existante actuellement sur le marché algérien. L'Europe et les marchés africains constituent des débouchés « safe » de vente à l'étranger pour les cimenteries tunisiennes.

- Afin de développer son activité export, Carthage Cement a conclu, en 2021, un partenariat avec son client italien PETROCEM en créant une société « MANDUCEM » avec une participation à hauteur de 49% dans son capital (100 000 Euros). Cette entité disposera d'un centre de broyage, et eu égard à son emplacement stratégique, elle servira notamment les pays des balkans.

## II- Faits & éléments saillants au 31 décembre 2021

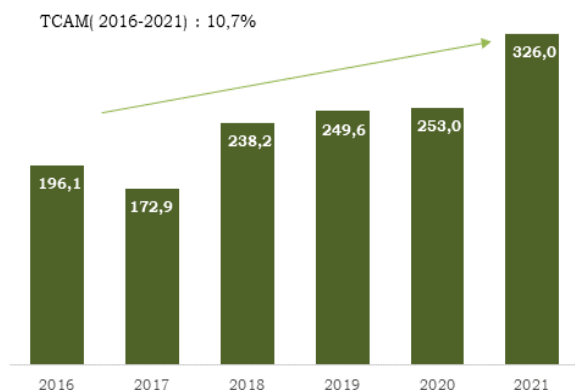
### 1- Le cimentier préserve son positionnement de leader

- En dépit de l'instabilité politique et de la recrudescence de nouvelles vagues pandémiques, plusieurs secteurs ont connu une forte reprise de l'activité en 2021, dont notamment les industries manufacturières exportatrices et les industries extractives. 2021 a été un bon cru pour Carthage Cement qui a vu son chiffre d'affaires se hisser de 29% à 325,9MDt. Ce chiffre d'affaires est en dessous des objectifs du business plan présenté par le management qui tablait sur un CA de 352MDt. Cette amélioration s'explique par une progression de 31% des revenus de l'activité ciment, portée par la conclusion de nouveaux contrats de vente de ciment et de clinker destinés à l'export.

- Les revenus des activités agrégats et béton se sont inscrits en légère hausse de respectivement de 6% et 10%.

- Carthage Cement a réussi à préserver sa position de leader sur le marché local, accaparant une part de marché de 25% en 2021.

### Evolution du chiffre d'affaires de CC (en MDt)



### 2- Une rentabilité en retrait

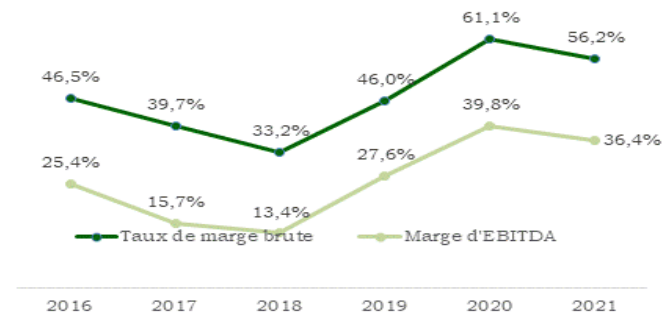
- Le cimentier a affiché une rentabilité en retrait comparativement à 2020, avec un taux de marge brute qui s'est située à 56,2% contre 61,1% à fin 2020. La marge d'EBITDA s'est établie à 36,4% contre 39,8% à fin 2020. Cette baisse des marges est attendue notamment avec la révision à la baisse des prix de vente du ciment à partir de Septembre 2021 et la flambée du coût de l'énergie ( le Pet Coke). Le taux de marge brute dépasse, toutefois, l'objectif fixé du business plan présenté par la société lors de l'augmentation de capital de 2020, alors la marge d'EBITDA a été inférieure de 3 points de pourcentage par rapport au budget.

- Le départ du sous-traitant danois (une économie d'environ 30MDt par an), le recours à un mix-

énergétique plus favorable et la poursuite de la rationalisation des effectifs ont été les clés pour la réussite de la restructuration opérationnelle de la société.

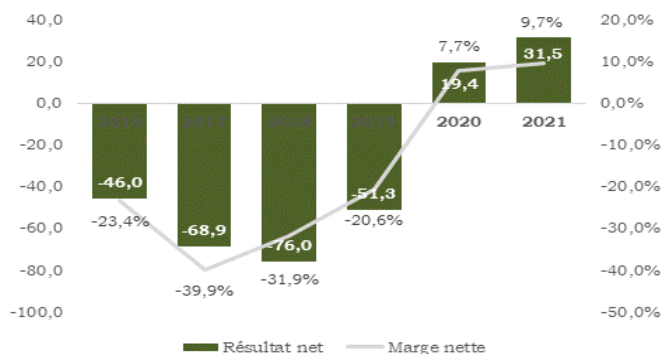
### 3- Un cimentier enfin bénéficiaire

#### Evolution du taux de marge brute et de la marge



- La société a affiché un résultat net positif de 31,5MDt, bénéficiant d'un gain d'impôt de 5MDt. Le résultat net de l'année dernière de 19,4MDt tenait compte d'un montant de 19,6MDt\* relatif à un gain au titre des amortissements antérieurs à 2020 relatif à l'affaire de surfacturation du sous-traitant danois. La marge nette, du cimentier s'est établie à 9,7% en 2021.

#### Evolution du résultat net et de la marge nette (MDt)



### 4- Une structure financière en amélioration progressive

- Depuis l'augmentation de capital opérée en 2020, les fonds propres du cimentier se sont inscrits en territoire positif. A fin 2021, les capitaux propres se sont établis à 167,5MDt. Le retour aux bénéfices permettrait à la société de renforcer davantage ses fonds propres.

- La société continue d'afficher encore un endettement important, même si en amélioration. A fin 2021, la dette nette du cimentier a reculé de 2,6% à 464,5MDt, soit un gearing de 277% contre un gearing de 351% en 2020. Le ratio Dette nette/EBITDA est passé de 4,7x à 3,9x. L'endettement du cimentier devrait s'améliorer dans le moyen terme.

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dette nette	609,1	630,6	634,5	657,8	477,0	464,5
Dette nette /EBITDA	12,2	23,2	19,9	9,5	4,7	3,9
Fonds propres	107,1	38,1	-37,9	-89,2	136,0	167,5
Gearing	569%	1654%	n.s	n.s	351%	277%
BFR	-34,0	-49,2	-95,3	-93,8	4,4	38,3

### 5- Une activité génératrice de cash

- Grâce à une meilleure capacité bénéficiaire, CC a amélioré son flux d'exploitation de 19,8MDt à 57MDt. Le ratio CFO/ EBITDA demeure faible de 0,5x . Le FCF du cimentier s'est établi à 50,8MDt.

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CFO	54,2	39,3	60,6	40,7	19,8	57,0
CFO/EBITDA	1,1	1,4	1,9	0,6	0,2	0,5
CAPEX	5,5	4,1	7,9	1,6	4,8	5,8
FCF	48,7	35,2	51,5	37,8	13,9	50,8

### III– Perspectives d’avenir et prévisions

- Lors de la communication financière, le conseil d’administration de Carthage Cement a présenté un nouveau business plan qui s’étale sur la période 2022-2026 et qui se base sur les hypothèses suivantes:
- Le chiffre d'affaires du cimentier devrait enregistrer un TCAM de 7,7% sur la période 2022 – 2026.
- Le taux de marge brute devrait se situer à 46,2% à fin 2026, un niveau en deçà du niveau estimé en 2022 ( 49,1%) et loin derrière le niveau de marge réalisé en 2021 de 56%.
- La marge d’EBITDA se situera entre 34% et 37% sur la période d’étude.
- Le résultat net de la société devrait évoluer à un TCAM de 20,7% pour dépasser le cap de 100MDt à partir de 2025 et s’établir à 102,9MDt en 2026.

### IV– Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- L’échec du processus de cession du cimentier a secoué le titre en bourse. Sur l’année 2021, le titre du cimentier a perdu plus d’un tiers de sa valeur dans un volume d’échange annuel relativement faible de 26,9MDt. Depuis le début de l’année 2022, le cours du titre a affiché une timide progression de 2,3% amassant des échanges de 7,2MDt.
- Selon le BP du management, la valorisation du cimentier devrait se stabiliser à des niveaux raisonnables, soit un PE 2022e de 9,6x et un VE/EBITDA 2022e de 6x. À ces niveaux de valorisation, Carthage Cement traite plus cher

Business Plan (en MDt)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	CAGR
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>403,8</b>	<b>463,5</b>	<b>489,2</b>	<b>516,3</b>	<b>542,6</b>	<b>7,7%</b>
<i>Progression</i>	<i>24%</i>	<i>15%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	
<b>Marge brute</b>	<b>198,3</b>	<b>235,0</b>	<b>242,0</b>	<b>249,0</b>	<b>256,1</b>	<b>6,6%</b>
<i>Progression</i>	<i>8%</i>	<i>19%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	
<b>Taux de marge brute</b>	<b>49,1%</b>	<b>50,7%</b>	<b>49,5%</b>	<b>48,2%</b>	<b>47,2%</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>136,1</b>	<b>169,6</b>	<b>174,6</b>	<b>179,5</b>	<b>184,6</b>	<b>7,9%</b>
<i>Progression</i>	<i>15%</i>	<i>25%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>33,7%</b>	<b>36,6%</b>	<b>35,7%</b>	<b>34,8%</b>	<b>34,0%</b>	
<b>Résultat net</b>	<b>48,5</b>	<b>89,5</b>	<b>98,2</b>	<b>105,1</b>	<b>102,9</b>	<b>20,7%</b>
<b>Taux de marge nette</b>	<b>12,0%</b>	<b>19,3%</b>	<b>20,1%</b>	<b>20,4%</b>	<b>19,0%</b>	

#### Les comparables régionaux et internationaux de Carthage Cement

Société	Pays	VE/Revenus 2022e (x)	VE/EBITDA 2022e (x)	P/E 2022e (x)	P/B 2022e (x)
<b>Carthage Cement</b>	<b>Tunisie</b>	<b>2,1</b>	<b>6,0</b>	<b>9,6</b>	<b>2,1</b>
Maroc (Ciments du) SA	Maroc	5,3	11,7	34,3	N/A
Arabian Cement Co, (Egypt)	Egypte	0,6	3,1	5,4	1,0
Cimsa Cimento Sanayi ve Ticare...	Turquie	1,1	8,7	6,6	N/A
Lucky Cement Ltd.	Pakistan	2,7	3,6	3,7	0,8
Fauji Cement Co., Ltd.	Pakistan	0,5	2,0	3,4	0,6
Cherat Cement Co., Ltd.	Pakistan	1,0	3,2	3,7	0,9
Bamburi Cement Co., Ltd.	Kenya	0,1	1,3	34,8	0,3
<b>Mediane</b>	<b>-</b>	<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,4</b>	<b>0,8</b>

Source: InfFinancials.

que la moyenne de ses pairs régionaux et internationaux.

- **Le cimentier n’a pas pu atteindre à 100% les objectifs escomptés de son Business Plan avancés lors de son augmentation de capital en 2020 et ce en raison de la crise et le flambée du coût de l’énergie. Toutefois, il a réussi sa restructuration opérationnelle. la rentabilité opérationnelle sera au rendez-vous, mais révisée à la baisse au vu du contexte**

**inflationniste qui sévit. Le nouveau business plan, même si plus réaliste que celui présenté précédemment, nous semble tout de même challengeant. En attendant la concrétisation des objectifs du business plan de la société, nous recommandons de « conserver » le titre.**