

## Le cimentier remonte la pente solidement

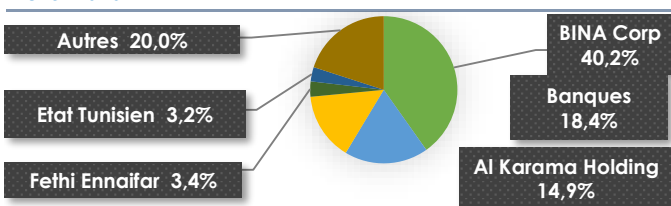
Carthage Cement a démontré en 2021 l'efficacité de sa restructuration financière et opérationnelle tout en consolidant sa part de marché sur le local et en pénétrant le marché européen. Les bénéfices sont en croissance, la rentabilité en nette amélioration, les fonds propres sont revenus en territoire positif et l'endettement élevé se réduit progressivement. Malgré les défis en termes de coût de l'énergie et les pressions inflationnistes, le management reste confiant et s'attend à un bénéfice de 48,5 mDdt en 2022 soit +54% par rapport à 2021. Pour CC, les mauvais chiffres sont derrière et l'horizon semble beaucoup mieux éclairci. En bourse, le titre a été pénalisé par la non-concrétisation de la cession de la part de l'État au capital, un processus qui devrait être relancé vers la fin de l'année.

Données Boursières ( 28/06/2022)	2022
Capitalisation Boursière ( Mdt)	<b>494,8</b>
Cours (Dt)	<b>1,44</b>
+Haut (1 an)	2,26
+Bas (1 an)	1,25
Cours moyen pondéré sur 1 an ( Dt)	<b>1,40</b>
Vol. quotidien moyen sur 1 an (KDt)	<b>107,6</b>

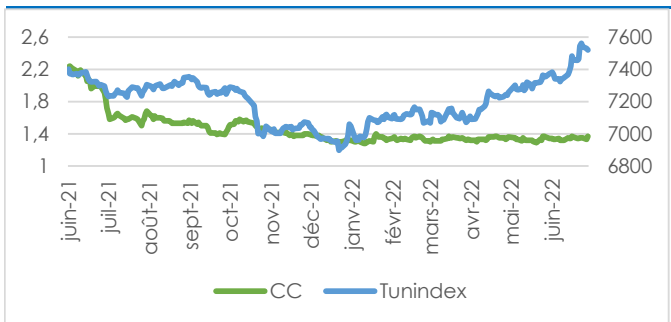
### Performance Boursière

	YTD	3m	12 m
CC	<b>9,09%</b>	<b>8,27%</b>	<b>-21,31%</b>
Tunindex	<b>6,25%</b>	<b>6,03%</b>	<b>3,79%</b>

### Actionariat



### Evolution du cours de bourse



Répartition CA	2 019	2020	2021
Cimenterie	86,0%	89,8%	91,5%
Agrégats	8,6%	5,9%	4,9%
Ready Mix	5,4%	4,3%	3,7%

en mdt	2 019	2020	2021
Actifs immobilisés	662,6	607,2	598,5
BFR	- 93,8	4,4	38,3
Capitaux propres	- 89,2	136,0	167,5
Endettement Net	657,8	477,0	464,5

en mdt	2 020	2021	2022e
Revenus	253,0	326,0	403,8
EBITDA	100,7	118,5	136,1
EBIT	59,6	71,2	90,0
Résultat Net	19,4	31,5	48,5
VE/EBITDA (x)	9,6	8,2	7,1
VE/EBII (x)	16,2	13,6	10,8
P/E (x)	25,6	15,7	10,2
P/BV (x)	3,6	3,0	2,3
Dividend Yield (x)	0,0%	0,0%	0,0%

e: Estimations CC

### Points clés

-Malgré un contexte économique encore morose, Carthage Cement poursuit sa croissance en 2021 avec un CA de 326 mdt en hausse de 28,9% par rapport à 2020. Cette progression s'explique en premier lieu par une amélioration de 31% des revenus de l'activité ciment, aussi bien sur le marché local (+14%) que sur le marché export (+445%) portée par la conclusion de nouveaux contrats de vente de ciment et de clinker destinés à l'export. Les revenus agrégats et ready-mix ont aussi évolué positivement mais à un rythme nettement plus ralenti soit +6% et +10%, respectivement. Ainsi, la part des revenus de la cimenterie s'est consolidée d'avantage et représente désormais 91,5% du CA total. D'ailleurs, avec 1,991 millions de tonnes de clinker et ciment vendus (+31% vs 24% pour le secteur), CC consolide sa part de marché à 23%.

-Par ailleurs, l'amélioration de l'activité du cimentier a été aussi accompagnée par une augmentation des charges qui ont impacté les niveaux de marges avec un taux de la marge brute de 53,7% (vs 57,8% en 2020) et un taux de marge d'EBITDA de 34,8% (vs 37,7% en 2020). Un repli de la rentabilité sous le poids de l'accroissement des ventes à l'export (avec des prix moins élevés que sur le local) et la hausse des coûts de l'énergie et particulièrement le Petcoke. Cela dit, la rentabilité de CC se situe désormais dans un pallier supérieur avec la fin du contrat avec le sous-traitant danois (une économie d'environ 30MDt par an), un mix énergétique plus favorable et une maîtrise des effectifs.

-L'année 2021 a été une année où Carthage Cement a pu démontrer l'efficacité de sa restructuration opérationnelle et financière puisque la société a dégagé un bénéfice net de 31,5 mdt (vs 19,5 mdt en 2020 dont 19,6 mdt provenant d'éléments exceptionnel). -Après l'augmentation de capital réalisée en 2020 et les deux exercices bénéficiaires, le niveau des fonds propres de CC sont revenus en territoire positif. Le niveau de l'endettement reste tout de même élevé à 472,4 mdt quoiqu'en repli avec un gearing de 282% (vs 355% en 2020).

**Opinion et recommandation :** Carthage Cement semble avoir dépasser les mauvaises années après avoir réussi sa restructuration opérationnelle et financière. Le cimentier a réussi à avoir le marquage CE (pour son ciment CEM1) qui lui ouvre désormais la porte de l'Europe en attendant la certification de son ciment CEM 2 à meilleures marges pour CC. Selon le BP présenté, les perspectives restent prometteuses et réalisables avec des revenus en hausse de 11% en moyenne sur la période 21-25e et un bénéfice qui atteindra 105 mdt en 2025, soit un TCAM de 35%. L'amélioration de la capacité bénéficiaire permettrait d'accroître la capacité à générer des cash flow qui soulageraient l'endettement du cimentier. Cela dit, CC fait encore face à la hausse des prix de l'énergie et à la pression inflationniste qui peuvent freiner la réalisation du BP. A plus long terme le cimentier doit maîtriser davantage ses émissions carbone pour pouvoir préserver sa compétitivité sur les marchés européens. Pénalisé par la non-concrétisation de la cession de la part de l'État tunisien, le titre CC, malgré sa grande liquidité, a été malmené alors que les mauvais chiffres sont derrière et l'horizon semble beaucoup mieux éclairci. Avec un P/E 2022e de 10,2x et un ratio PEG de seulement 0,3, le cours CC nous semble sous-évalué. A la lumière de ce qui précède, nous restons favorables au titre et recommandons d'**ACHETER**.

## Informations Financières

## Carthage Cement

Etat de Résultat				Bilan (Actif)			
en Millions dinars				en Millions dinars			
Année Fiscale	2019	2020	2021	Année Fiscale	2019	2020	2021
Revenus	249,6	253,0	326,0	Immobilisations Incorporelles	1,9	1,9	1,8
Production immobilisée	8,3	14,5	15,1	Immobilisations corporelles	655,5	600,1	590,8
Variation des stocks	26,2	9,4	-7,9	Immobilisations financières	5,2	5,2	6,0
<b>Production</b>	<b>284,1</b>	<b>276,9</b>	<b>333,2</b>	Autes actifs non courants	5,1	6,3	3,0
Coût des mat. Premières	169,3	122,3	150,1	Stocks	91,0	103,2	95,3
Charges de Personnel	28,8	32,1	37,8	Clients	36,4	49,2	34,2
Autres charges d'exploitation	17,0	21,7	26,8	Autres Actifs Courants	25,1	67,7	67,5
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>68,9</b>	<b>100,7</b>	<b>118,5</b>	Liquidités et éq. de liquidités	5,6	10,9	9,2
Dot. aux amort. et aux prov;	45,8	41,1	47,3	<b>TOTAL ACTIFS</b>	<b>825,8</b>	<b>844,6</b>	<b>807,7</b>
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>23,1</b>	<b>59,6</b>	<b>71,2</b>	Capital social	172,1	343,6	343,6
Résultat Financier	-72,7	-56,3	-43,7	Réserve légale	0,6	0,6	0,6
Autre résultat ordinaire	-1,2	16,6	4,8	Autres capitaux propres	1,8	1,8	1,8
Impôt sur les sociétés	-0,6	-0,6	-0,8	Prime d'émission	117,3	151,6	151,6
<b>Résultat de la période</b>	<b>-51,3</b>	<b>19,4</b>	<b>31,5</b>	Résultats reportés	-78,8	-82,3	-62,9
<b>Croissance ( % )</b>	2019	2020	2021	Amortissements différés	-242,0	-285,8	-285,8
Croissance revenus	4,8%	1,4%	28,9%	Pertes non reportables	-9,0	-13,0	-13,0
Croissance EBITDA	115,9%	46,1%	17,7%	Résultat Net	-51,3	19,4	31,5
Croissance EBIT	273,8%	157,9%	19,5%	<b>Total des capitaux propres</b>	<b>-89,2</b>	<b>136,0</b>	<b>167,5</b>
Croissance Bénéfice	32,5%	137,7%	62,7%	Emprunts	271,4	350,8	331,8
<b>Marges ( % )</b>	2019	2020	2021	Credit bail	0,8	2,5	2,5
Marge brute	44,5%	57,8%	53,7%	Comptes courants actionnaires	121,1	52,3	52,3
Marge VA	37,9%	49,6%	45,8%	Provisions pour risques et charge	5,2	5,1	7,9
Marge d'EBITDA	26,7%	37,7%	34,8%	<b>Total des passifs non courants</b>	<b>398,5</b>	<b>410,6</b>	<b>394,5</b>
Marge d'EBIT	9,0%	22,3%	20,9%	Fournisseurs et comptes rattachés	78,0	52,5	41,0
Marge Bénéfice net	n	7,2%	9,2%	Autres passifs courants	168,3	163,2	117,7
<b>Risque Financier</b>	2019	2020	2021	Concours bancaires	270,1	82,3	87,0
Gearing	n	354,5%	282,0%	<b>TOTAL BILAN</b>	<b>825,8</b>	<b>844,6</b>	<b>807,7</b>
Resultat financier/EBE	-105,4%	-55,9%	-36,9%	<b>Retour (%)</b>	2019	2020	2021
Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	ROA	n	2,3%	3,9%
Cash Flow d'exp/Dettes nettes	6,1%	4,1%	12,1%	ROE	ns	14,2%	18,8%
Dettes nette/EBE (x)	9,6	4,8	4,0	Cap. propres/Dettes fin.	n	27,9%	35,4%

en mdt

Informations trimestrielles	1T2020	1T2021	2T2021	3T2021	4T2021	2021	1T2022	Var 1T 22/21
CA Local	62,53	72,11	65,85	68,33	71,20	277,50	71,95	-0,2%
Ciments	55,48	65,11	58,47	62,06	64,1	249,8	64,5	-1,0%
Agrégats	4,03	4,02	4,08	3,68	4,1	15,9	4,1	3,2%
Ready Mix	3,03	2,98	3,31	2,60	3,0	11,9	3,3	12,0%
CA Export	1,08	9,07	16,84	7,00	14,7	47,7	12,0	32,1%
<b>CA TOTAL</b>	<b>63,62</b>	<b>81,19</b>	<b>82,70</b>	<b>75,33</b>	<b>85,9</b>	<b>325,1</b>	<b>83,9</b>	<b>3,4%</b>
<b>Investissements</b>	1,6	1,8	5,3	7,8	6,6	21,5	3,9	116,1%
<b>Endettement</b>	419,6	432,4	415,1	422,1	412,7	412,7	410,6	-5,0%

n : négatif

ns: non significatif

**Informations importantes** : Les informations fournies ici ont été compilées à partir d'informations publique. MAC SA décline toute responsabilité quant à l'exactitude et l'exhaustivité des informations fournies ci-dessus et n'assume aucune obligation de les mettre à jour. Toutes les informations ci-dessus sont fournies à des fins de recherche personnelle uniquement et ne doivent pas être considérées comme une analyse, une prévision ou une recommandation de quelque nature que ce soit pour ou contre un investissement. MAC SA ne sera pas responsable de toute perte résultant de l'utilisation des informations contenues dans ce document.