

**ETUDE
CARTHAGE CEMENT :
UN TITRE A FORT
POTENTIEL DE HAUSSE**

Points clés

- Dans un secteur en régression, Carthage Cement a maintenu sa position de leader, avec une part de marché totale de 26% à fin 2023. Au terme de l'année écoulée, le cimentier a annoncé un chiffre d'affaires de 431,6 MDt, en hausse de 17,6% par rapport à 2022, représentant 88,1% du budget. Les revenus du cimentier ont évolué à un taux de croissance annuel moyen de 12,6% sur la période 2018-2023. A fin 2023, les marges de Carthage Cement se sont redressées par rapport à 2022. La marge d'EBITDA a gagné 0,9 point de pourcentage à 36,2%. Le résultat net du cimentier s'est inscrit en progression de 54,8%, s'établissant à 55,2MDt, dépassant l'objectif de 50 MDt fixé dans le business plan communiqué l'année dernière. Le taux de marge nette a augmenté de 3,1 points de pourcentage à 12,8%. Le ROE du cimentier est passé de 17,5% en 2022 à 21,4% en 2023.
- Le management de Carthage Cement a présenté lors de son Assemblée Générale Ordinaire du 26 juin 2023, un business plan s'étalant sur la période 2024-2028. Réaliste, le Business Plan tablait sur un résultat net qui devrait passer de 55,2MDt en 2023 à 153,8MDt en 2028, soit un taux de marge nette à terme de 21,5%.
- Valorisé à 642,6MDt, Carthage Cement affiche des niveaux de valorisation attractifs, soit un PE 2024e de 8,7x et un VE/EBITDA 2024e de 6,1x, des niveaux de valorisation moins cher que la moyenne de ses pairs régionaux et internationaux, notamment en termes de PE. En termes de multiples d'EBITDA même si les valorisations sont similaires à ses pairs Carthage Cement traverse un point bas d'activité, ce qui n'est pas le cas des autres pays de l'échantillon.
- Carthage Cement qui a réussi sa restructuration opérationnelle, a dépassé, en termes de rentabilité, les objectifs de 2023 de son Business Plan avancés lors de son Assemblée Générale. En dépit du contexte inflationniste qui sévit, la rentabilité opérationnelle a été au rendez-vous. Nous pensons que le cimentier sera en mesure de concrétiser les objectifs du business plan qu'il a présenté lors de cette Assemblée Générale. Sous-évalué, le titre Carthage Cement présente un fort potentiel à la hausse. Nous recommandons le titre à « l'achat ».

I-Etat des lieux du secteur du ciment

- La Tunisie compte, 10 entreprises opérant dans le secteur des liants dont 8 produisent du ciment gris, une entreprise produit du ciment blanc et une autre produit la chaux. Initialement, toutes les cimenteries appartenaient à l'Etat. Cependant, à partir de 1998, le secteur cimentier a connu une vague de restructuration et de privatisation. Ainsi, 6 cimenteries ont été acquises par des groupes cimentiers internationaux tels que : COLACEM, SECIL, UNILAND et CIMPOR. Tous ces groupes sont européens.
- L'offre de ciment (notamment avec l'entrée en production de Carthage Cement en 2012 (2MT), SCB (1MT), Gafsa (0.5MT) et Jbel El Ouest (0.5MT), est de 11,5 Million de tonnes. Il s'agit d'un secteur fortement concurrentiel et en surcapacité. La demande bridée du ciment (ralentissement croissance économique, retards dans les projets d'infrastructure...) a entraîné un excédent d'offre sur le marché. Ce qui a poussé les autorités tunisiennes à libéraliser les exportations, déplaçonner les prix de vente (autrefois homologués) et supprimer, en contrepartie de ces avantages, les subventions énergétiques pour les cimentiers.
- A fin 2023, la vente (et la consommation) de ciment en Tunisie s'est établie à 7,5 Millions de Tonnes, dont 2,2 millions de tonnes destinées à l'export. Le total des ventes a été en régression de 9,5% par rapport à l'année précédente. La vente de ciment se concentre dans la région du Grand Tunis, suivie par Sfax et Sousse.

Actionnariat (au 19.05.2023)	
SOCIETE BINA CORPORATE	40,20%
AL KARAMA HOLDING	14,85%
Autres actionnaires	44,95%

Cours (au 26.06.2024): 1,870 Dt

Recommandation: Acheter (+)

Les principaux cimentiers tunisiens à fin 2023

Région	Société	Partenaire
Nord	Les Ciments Artificiels Tunisiens "CAT"	Italie
	Carthage Cement "CC"	
	Les Ciments de Bizerte "CB"	
	La Cimenterie de Djbel-Ouest "CJO"	Portugal
Sud	La Société des Ciments de Gabès "SCG"	Portugal
Centre Est	La Société des Ciments d'Enfidha "SCE"	Espagne
Nord Ouest	La Cimenterie de Om El Khalil "CIOK"	
Centre Ouest	La Société Tuniso-Andalous de Ciment Blanc "SOTACIB"	Espagne
	La Société Tuniso-Algérienne de Ciment et Dérivés "SOTACID"	Espagne, Algérie, Suède
	Société Interchaux	

II- Présentation de la société Carthage Cement

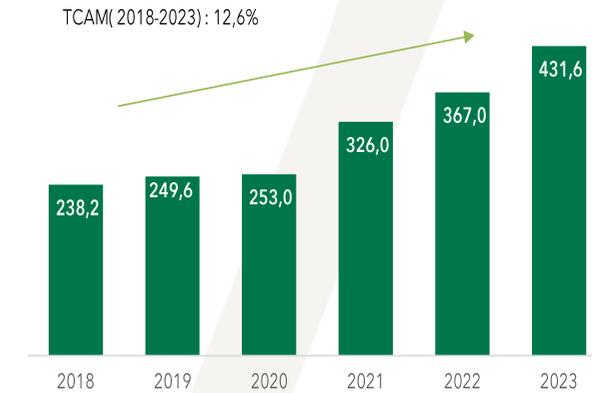
- Carthage Cement a été fondée en 2008 suite à la scission de la société « Les Grandes Carrières du Nord ». Elle a été créée à l'initiative de deux groupes privés : KARTHAGO (Trabelsi) et MAJUS (Lazhar STA) dans le but de mettre en place un complexe cimentier qui produit et commercialise : les agrégats (en 2009), le ciment (S2 2012), le béton prêt à l'emploi (d'Octobre 2010) et les liants hydrauliques.
- Carthage Cement dispose des outils de production les 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 (4 millions de tonnes par an), Ciment (5 800 Tonnes / jour), Bétons prêts à l'emploi (2 600 m3 / jour, 22 camions malaxeurs et 4 pompes).
- La carrière de Jbel Ressas (218ha) contient des réserves de matière première très importantes (500 Millions de tonnes estimées à environ 100 ans de production), Qualité de matière première exceptionnelle permettant la production de graviers, de bétons et de ciments de qualité supérieure à moindre coût. Les produits de Carthage Cement sont conformes aux normes Européennes.
- La carrière de Jbel Ressas est la propriété de Carthage Cement. Elle jouit d'un emplacement géographique stratégique : à 25 km du centre de Tunis; 25 km du plus important port commercial de Tunisie (La Goulette - Rades) et à proximité de la plus importante zone de développement urbain (la banlieue sud).
- Lors de la création de la cimenterie, Carthage Cement s'est associée 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 déjà équipé plus de 600 cimenteries à travers le monde. 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 levée sur le marché alternatif et par un endettement bancaire de 396MDt. Un accord de principe a été obtenu par un syndicat de banques tunisiennes.
- Dans le but de ne pas déstabiliser le marché local et ne pas brader les prix, la stratégie de Carthage Cement, sur les prochaines années, consiste à maintenir son positionnement de leader sur le marché local. L'excédent de production sera destiné à l'export. Les problèmes sécuritaires et d'accès au marché Libyen ainsi que la surcapacité existante actuellement sur le marché algérien constitue un frein à l'export pour ces régions limitrophe. L'Europe et le marché américain constituent par conséquent des débouchés de vente à l'étranger pour les cimenteries tunisiennes.
- Dotée de la plus importante capacité de production du marché (2 millions de Tonnes de ciment par an), Carthage Cement est de facto le leader tunisien du secteur du ciment avec une part de marché passant de 23% à fin 2022 à 29% à fin 2023. Sur le total des ventes (destinées au marché local et à l'export) , Cathage Cement détient une part de marché de 26%.**

Evolution du chiffre d'affaires de Carthage Cement (en MDt)



La carrière de Jbel Ressas (218ha) contient des réserves de matière première très importantes estimées à environ 100 ans de production. Elle jouit d'un emplacement géographique stratégique. Carthage Cement dispose des outils de production les plus performants et à la pointe de la technologie. Le coût de l'usine s'est élevé à 528MDt et a été financé par : une augmentation de capital de 134,9MDt levée sur le marché alternatif et par un endettement bancaire de 396MDt.

II- Faits et éléments saillants en 2023

1- Les revenus poursuivent leur croissance à deux chiffres

- Dans un secteur en régression, Carthage Cement a maintenu sa position de leader, avec une part de marché totale de 26% à fin 2023. Au terme de l'année écoulée, le cimentier a annoncé un chiffre d'affaires de 431,6 MDt, en hausse de 17,6% par rapport à 2022, représentant 88,1% du budget. Les revenus du cimentier ont évolué à un taux de croissance annuel moyen de 12,6% sur la période 2018-2023.
- Le chiffre d'affaires de l'activité ciment s'est élevé à 339 MDt, en hausse de 22% par rapport à 2022. Une hausse qui s'explique aussi bien par la révision à la hausse des prix que par l'amélioration du volume des ventes (+7% à 1,94 million de tonnes). L'activité agrégats poursuit son évolution positive pour la deuxième année consécutive.
- Toutefois, l'activité bétons est en difficulté. Face à la flambée des prix de matériaux de construction et le ralentissement dans l'exécution de nouveaux projets d'infrastructures et de bâtiments, Carthage Cement n'a écoulé que 81763 m3 de béton, soit une baisse de 18% par rapport à l'année précédente. Le management a précisé qu'une réflexion stratégique sur l'activité est en cours.

2- Une amélioration notable des marges

- Après avoir atteint un pic de rentabilité en 2020 grâce au départ du sous-traitant danois (une économie d'environ 30MDt par an), le recours à un mix-énergétique plus favorable et la rationalisation des effectifs, les marges du cimentier se sont dégradées depuis, retrouvant une certaine normalité. Néanmoins, à fin 2023, les marges du cimentier se sont redressées par rapport à 2022. Le taux de marge brute a pris un point de pourcentage à 53,4% et ce grâce à la baisse du coût des achats consommés. La marge d'EBITDA a également gagné 0,9 point de pourcentage à 36,2%. Cette évolution est attribuable à la stratégie d'optimisation de la consommation énergétique portant sur la substitution du gaz, plus onéreux, par le petcoke. Une stratégie d'approvisionnement plus efficace du petcoke a permis de réduire son prix moyen d'achat de 665 Dt par tonne en 2022 à 580 Dt par tonne en 2023. Ces taux de marge ont été au-dessus des objectifs du business plan présentés par la société lors de la dernière communication financière.
- La hausse de 20% des autres charges d'exploitation s'explique par l'augmentation de la charge de loyer de la carrière ainsi que les frais de location des engins suite à la révision à la hausse des prix des sous-traitants, l'accroissement du rythme de la production et la hausse des charges d'entretien et de réparation du four.
- A fin 2023, le résultat net du cimentier s'est inscrit en progression de 54,8%, s'établissant à 55,2MDt, dépassant l'objectif de 50MDt fixé dans le business plan communiqué l'année dernière. Le taux de marge nette a augmenté de 3,1 points de pourcentage à 12,8%. Le ROE du cimentier est passé de 17,5% en 2022 à 21,4% en 2023.

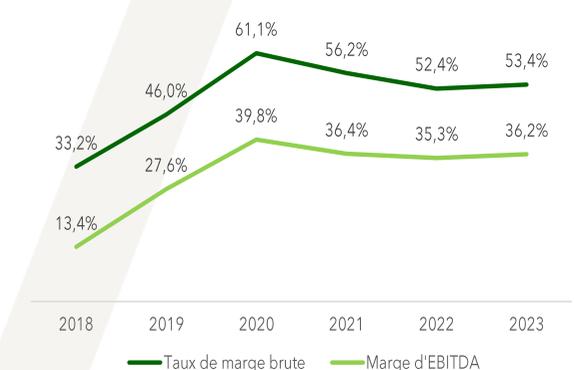
3- Un Bilan qui se redresse

- Depuis sa création, Carthage Cement a souffert d'une structure financière déséquilibrée. Le retard dans l'achèvement de la cimenterie et le contrat coûteux avec le sous-traitant danois NLS ont mis la pression sur le bilan et la rentabilité du cimentier, réduisant sa capacité de production de trésorerie. Depuis 2012 et jusqu'en 2019, Carthage Cement a accumulé les déficits. Les pertes cumulées se sont élevées à 374,4MDt durant cette période.
- L'augmentation de capital, clôturée au premier trimestre de 2020, a été primordiale pour le sauvetage de la cimenterie publique qui

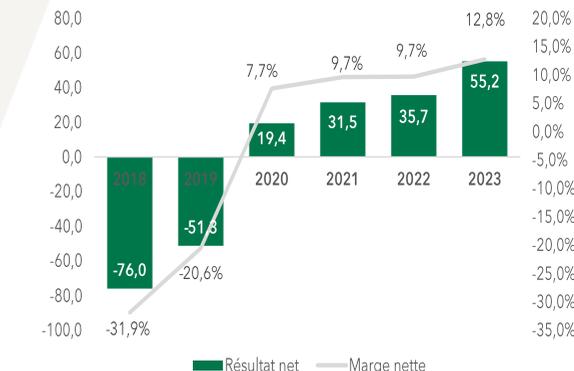
Structure du chiffre d'affaires de Carthage Cement (En MDt)



Evolution du taux de marge brute et du taux de la marge d'EBITDA de Carthage Cement



Evolution du résultat net part du groupe (en MDt) et de la marge nette part de Carthage Cement



peinaît à réduire son endettement et à pallier son insuffisance de trésorerie. Il s'agit d'une levée totale de 171,5MDt, correspondant à 76,6% du montant initialement prévu (200,4MDt). Les fonds propres se sont établis à 136MDt à fin 2020, contre des capitaux propres négatifs de -89,2MDt à fin 2019. A fin 2023, les fonds propres du cimentier se sont élevés à 258,3 MDt. Le retour aux bénéfices permettait à la société de renforcer ses fonds propres. La dette nette s'est élevée à 408,1 MDt en 2023, soit un gearing de 158%, contre un gearing de 213% en 2022.

- Le ratio Dette nette/EBITDA ne cesse de s'améliorer passant de 4,7x en 2020, à 3,3x en 2022 et 2,6x en 2023. L'endettement du cimentier devrait s'améliorer davantage sur le moyen terme.
- Carthage Cement a affiché un flux d'exploitation de 77,4MDt. Le ratio CFO/ EBITDA demeure, tout de même insuffisant, s'établissant à 0,5x, contre 0,7x une année auparavant . Le Free Cash Flows du cimentier s'est établi à 63,1MDt, équivalent à celui de l'année dernière.

III. Perspectives et opinion de TUNISIE VALEURS

- Le management de Carthage Cement a présenté lors de son Assemblée Générale Ordinaire du 26 juin 2023, un business plan s'étalant sur la période 2024-2028. Réaliste, le Business Plan se base sur les hypothèses suivantes:
 - Un chiffre d'affaires qui devrait évoluer à un TCAM de 10,6% sur la période de 2023-2028 pour passer de 431,6MDt en 2023 à 714,0MDt en 2028.
 - Une marge brute variant de 44,5% à 47,4% sur la période d'étude.
 - Un résultat net qui devrait passer de 55,2MDt en 2023 à 153,8MDt en 2028, soit un taux de marge nette à terme de 21,5%.
- Le Directeur Général de Carthage Cement, Mr Ibrahim Sanaa, a annoncé que sur la base de ces réalisations futures, la société devrait distribuer son premier dividende en 2026 au titre de l'exercice 2025.
- Il convient de préciser que l'activité export fait face à des contraintes réglementaires et juridiques liées au climat. En effet, le changement climatique est un risque stratégique touchant directement l'activité des cimentiers, qui est une activité très émettrice de CO2. **Pour Carthage Cement, l'exportation du ciment vers les marchés de l'union européenne sera soumise à une taxe carbone par le biais du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF), actuellement en phase transitoire et sera effectivement adopté à partir de 2026. Pour faire face à ces contraintes réglementaires, le cimentier a mis en place un processus d'évaluation des émissions de gaz à effet de serre générées par ces activités et vise l'élaboration d'un bilan carbone essentiel aussi bien à la conformité réglementaire qu'à la mise en place d'une stratégie de réduction des émissions de CO2. En 2023, Carthage Cement a évalué, pour la première fois, son empreinte carbone relative à l'activité de Ciment, prenant en compte les émissions directes du scope 1 et indirectes du scope 2. Les résultats ont révélé une intensité carbone d'environ 870 Kg eq CO2 pa tonne de ciment produit. Bien que ce résultat soit acceptable, il nécessite la mise en œuvre d'un plan d'action pour réduire ses émissions de gaz à effet de serre.**
- Le management de Carthage Cement a précisé que les marchés de la France et de l'Albanie présentent un vrai relais de croissance pour l'activité export. Pour ce qui du marché américain, le management a précisé que Carthage Cement aura l'accréditation du laboratoire pour son ciment produit en juillet 2024 et reprendra ses activités d'exportation au courant du quatrième trimestre de l'année en cours.

Principaux agrégats financiers de Carthage Cement sur la période 2018-2023 (en MDt)

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dette nette	634,5	657,8	477,0	464,5	433,7	408,1
Dette nette /EBITDA	19,9	9,5	4,7	3,9	3,3	2,6
ROE	n.s	n.s	14,2%	18,8%	17,5%	21,4%
Fonds propres	-37,9	-89,2	136,0	167,5	203,1	258,3
Gearing	n.s	n.s	351%	277%	213%	158%
BFR	-95,3	-93,8	4,4	38,3	53,2	73,3

En MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CFO	60,6	40,7	19,8	57,0	84,9	77,4
CFO/EBITDA	1,9	0,6	0,2	0,5	0,7	0,5
CAPEX	7,9	1,6	4,8	5,8	20,0	14,2
FCF	51,5	37,8	13,9	50,8	64,9	63,1

Le Business plan de Carthage Cement sur la période 2024-2028 (en MDt)

Business Plan (en MDt)	2023R	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TCAM
Chiffre d'affaires	431,6	527,8	570,8	614,9	662,6	714,0	10,6%
Progression	18%	22%	8%	8%	8%	8%	
Marge brute	230,3	235,1	262,5	289,5	313,7	338,5	8,0%
Progression	20%	2%	12%	10%	8%	8%	
Taux de marge brute	53,4%	44,5%	46,0%	47,1%	47,3%	47,4%	
EBITDA	156,3	162,6	187,7	212,4	233,2	255,4	10,3%
Progression	21%	4%	15%	13%	10%	10%	
Marge d'EBITDA	36,2%	30,8%	32,9%	34,5%	35,2%	35,8%	
Résultat net	55,2	65,0	94,2	117,8	128,3	153,8	22,7%
Taux de marge nette	12,8%	12,3%	16,5%	19,1%	19,4%	21,5%	

▪ En bourse, le titre Carthage Cement a reculé de 5,1% (en date du 26 juin 2024) depuis le début de l'année. Valorisé à 642,6MDt, Carthage Cement affiche des niveaux de valorisation attractifs, soit un PE 2024e de 8,7x et un VE/EBITDA 2024e de 6,1x, des niveaux de valorisation moins cher que la moyenne de ses pairs régionaux et internationaux, notamment en termes de PE. En termes de multiples d'EBITDA même si les valorisations sont similaires à ses pairs Carthage Cement traverse un point bas d'activité, ce qui n'est pas le cas des autres pays de l'échantillon.

▪ Le cimentier, qui a réussi sa restructuration opérationnelle, a dépassé, en termes de rentabilité, les objectifs de 2023 de son Business Plan avancés lors de son Assemblée Générale de l'année dernière. En dépit du contexte inflationniste qui sévit, la rentabilité opérationnelle a été au rendez-vous. Nous pensons que le cimentier sera en mesure de concrétiser des objectifs du business plan qu'il a présenté lors de cette Assemblée Générale. Sous-évalué, le titre Carthage Cement présente un fort potentiel à la hausse. Nous recommandons le titre à « l'achat ».

Etats financiers de Carthage Cement

Chiffres en MDt	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TCAM 2018- 2023	2023 Budget	Taux de réalisation 2023 vs. Budget	2024p	2025e
Chiffre d'affaires	238,2	249,6	253,0	326,0	367,0	431,6	12,6%	489,8	88,1%	479,1	531,8
Progression	38%	-	1,4%	28,9%	12,6%	17,6%				11%	11%
Marge brute	79,0	114,8	154,5	183,1	192,2	230,3	23,8%	218,2	105,5%	248,7	275,9
Progression	15%	-	35%	19%	5%	20%				8%	11%
Taux de marge brute	33%	46,0%	61,1%	56,2%	52,4%	53,4%		55%		52%	51,9%
EBITDA	31,9	68,9	100,7	118,5	129,6	156,3	37,4%	147,8	105,8%	167,6	187,3
Progression	17%	-	46%	18%	9%	21%				7%	12%
Marge d'EBITDA	13%	27,6%	39,8%	36,4%	35,3%	36,2%		30%		35%	35,2%
Charges financières nette:	65,1	72,7	57,0	43,9	45,9	45,6	-6,9%	48,0	95,0%	42,9	40,6
Progression	32%	-	-22%	-23%	5%	-1%				-6%	-6%
Résultat net	-76,0	-51,3	19,4	31,5	35,7	55,2		50,9	8,4%	74,0	93,5
Taux de marge nette	-32%	-20,6%	7,7%	9,7%	9,7%	12,8%		10,4%		15,4%	17,6%

Sources : Etats financiers de Carthage Cement et estimations de TUNISIE VALEURS.

Les comparables boursiers internationaux de Carthage Cement

Société	Pays	VE/Revenus 2024e(x)	VE/EBITDA 2024e (x)	PE/2024e (x)	P/B 2024e(x)
Carthage Cement	Tunisie	2,1	6,0	8,7	1,9
Lafarge Holcim Maroc	Maroc	5,3	12,6	25,8	n.a
Ciments du maroc SA	Maroc	0,4	2,4	21,3	n.a
Dangote Cement Plc	Niger	3,5	9,0	14,5	2,4
Lafarge Africa Plc	Niger	1,0	3,0	10,4	1,2
Tanzania Portland Cement Public Limited Company	Tanzanie	1,2	4,1	7,1	2,0
PPC Ltd	South Africa	0,6	2,2	1,7	n.a
Vicat S.A.	France	0,8	4,4	6,6	0,6
Titan Cement International S.A.	Belgique	1,1	6,1	8,0	1,3
Moyennes des pairs		1,7	5,5	11,9	1,5

* Indicateurs calculés sur la base du cours boursier au 26 juin 2024.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

AVERTISSEMENT : Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de TUNISIE VALEURS à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'actions.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation.