



# C.G.I. News

المؤسسة العامة للاستثمار  
COMPAGNIE GENERALE D'INVESTISSEMENT

Code ISIN:  
TN0007400013

## Note d'analyse-CARTHAGE CEMENT

Secteur	Cours (23-08-23)	Perf 22	Perf 23	PER 22	PBR 22	ROE 22	Div yield 22	Capi
Cimenterie	2,200	43,94%	15,8%	21,2	3,7	21,3%	0%	755 974 868

### Structure de capital

SOCIETE BINA CORPORATE	34,38%
AL KARAMA HOLDING	14,85%
SOCIETE BINA CORPORATE	5,82%
BANQUE DE TUNISIE	5,24%

Autres actionnaires détenant moins que 5%

### Ratios boursiers :

	12/19	12/20	12/21	12/22
Cours	DT 1,190	1,900	1,320	1,900
Nominal	DT 1	1	1	1
PER	x -4,0	33,7	14,4	18,3
Rdt net (%)	% -42%	61%	-31%	44%
BPA	DT -0,298	0,056	0,092	0,104
PBR	x -2,30	4,80	2,71	3,21
VE/CA	x 3,35	4,22	2,69	2,84
VE/EBITDA	x 12,51	11,22	7,75	8,38

### Informations boursières :

	12/19	12/20	12/21	12/22
Capitalisation	MDT 204,8	652,9	453,6	652,9
VE	MDT 862,6	1129,8	918,0	1086,5
Nb de titres	172 134 413	343 624 940	343 624 940	343 624 940

### Compte de résultat :

	12/19	12/20	12/21	12/22
CA	MDT 249,6	253,0	326,0	367,0
Croissance %	% 4,8%	1,4%	28,9%	12,6%
CA CIMENTS	MDT 201,9	222,4	279,7	329,3
CA CLINKER	MDT 12,6	4,5	18,3	5,6
Marge brute	MDT 114,8	154,5	183,1	192,2
Taux de marge brute %	% 44,5%	57,8%	53,7%	50,3%
EBITDA	MDT 68,9	100,7	118,5	129,6
Marge %	% 26,73%	37,65%	34,75%	33,91%
Résultat opérationnel - EBIT	MDT 23,1	59,6	71,2	81,8
Résultat avant impôts	MDT -50,7	20,0	32,3	36,5
Charges d'impôts	MDT 0,6	0,6	0,8	0,9
Résultat net	MDT -51,3	19,4	31,5	35,7
Marge %	% -19,90%	7,24%	9,24%	9,33%

### Free Cash Flows d'exploitation:

	12/19	12/20	12/21	12/22
EBITDA	MDT 68,9	100,7	118,5	129,6
Impot normatif	MDT 0,6	0,6	0,8	0,9
Variation du BFR	MDT 1,4	98,3	33,9	14,8
CAPEX	MDT 1,6	4,8	6,2	20,0
FCF d'exploitation	MDT 65,4	-3,0	77,7	93,9

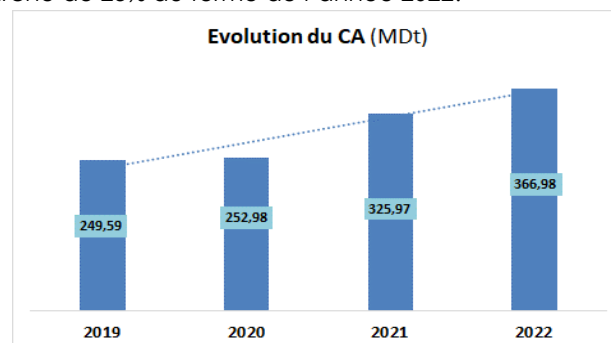
### Données financières :

	12/19	12/20	12/21	12/22
ROCE avant IS	DT 131,0%	2,2%	20,1%	21,4%
ROCE	DT 6,0%	8,7%	10,1%	11,6%
ROE	DT 135,5%	16,6%	23,2%	21,3%
FCF	DT 65,4	-3,0	77,7	93,9
Dettes nettes	DT 657,8	477,0	464,5	433,7
Gearing	% ns	350,8%	277,3%	213,5%
Dettes nettes / EBITDA	x 9,54	4,74	3,92	3,35
EBITDA / Frais financiers	x 0,9	1,8	2,7	2,8

### 2022-Une année record

Profitant d'une hausse du prix moyen de vente, la société **Carthage Cement** a réalisé un CA record de **367 MDt**, enregistrant une hausse de **+12,6%** par rapport à 2021 (vs un taux de croissance moyen de +11,9% sur les cinq dernières années).

En dépit d'un contexte économique défavorable et d'un secteur en déclin, avec une production comparable à celle enregistrée il y a près de 20 ans, la société a maintenu sa position de leader du secteur cimentier, avec une part de marché de 23% au terme de l'année 2022.



En effet, au niveau local, le chiffre d'affaires s'est établi à 282 MDt au terme de l'année 2022, soit une régression de 7% par rapport à 2021. Les ventes sur le marché local génèrent 77% du CA total.

A l'export, le chiffre d'affaires a atteint 84,6 MDt, soit une croissance de 52% portée principalement par l'accroissement de la proportion de ciment exportée afin de compenser la baisse des exportations de clinker.

Par ailleurs, l'analyse de la structure du Chiffre d'affaires de **Carthage Cement** par produit sur les trois dernières années fait apparaître une prépondérance du CA "Ciments" d'en moyenne 87%.

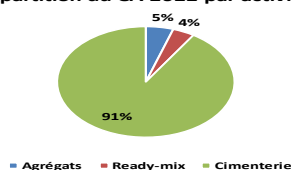
A fin 2022, une hausse de 13% (à 335 MDt) du CA de l'activité ciment est attribuable à la fois à (1) la hausse des prix qui vient compenser la baisse des ventes sur le marché local du ciment, soit une régression de 6,6% (à 1,38 Mtonnes) et à (2) la baisse de la production du clinker destiné à l'exportation.

Cette baisse découle d'une montée du prix de coke de pétrole (à 250\$ vs 90\$ en 2022), ce qui a engendré un arrêt de la production de clinker durant les deux derniers mois de l'année 2022.

D'autre part, l'amélioration des ventes des granulats a contribué à la hausse du CA de l'activité agrégats de 11% (à 17,7 MDt) comparé à 2021.

En outre, le CA de l'activité béton a enregistré une hausse de 21% (à 14,3 MDt) par rapport à 2021, expliquée par l'effet combiné d'une augmentation de la quantité vendue et l'amélioration des prix de vente.

Répartition du CA 2022 par activité



En revanche, la hausse des prix de vente n'a pas été suffisante pour absorber les augmentations des coûts des différents intrants (hausse de prix d'environ +40%).

A cet effet, le taux de marge brute s'est désisté de 3,4 points de pourcentage comparé à 2021, à **50,3%** à fin 2022 (vs 53,7% en 2021).

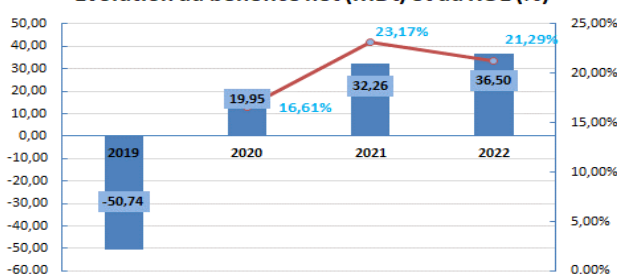
De plus, grâce à une gestion rigoureuse des dépenses d'exploitation et bien spécifiquement la charge du personnel qui a baissé de 5% suite à une stratégie de réduction d'effectif, l'EBITDA a atteint 129,6 MDt à la fin de l'année 2022, enregistrant une progression d'environ 9% par rapport à 2021.

Rapporté au chiffre d'affaires, le taux de marge d'EBITDA s'est établie à 33,9%, soit une baisse de 84 points de base comparé à 2021.

Le bottom line de la société fait apparaître un résultat net de **35,7MDt**, en progression de +13% par rapport à 2021 et correspondant à un taux de marge nette de **9,33%** (vs une moyenne de 8,6% sur les trois dernières années).

Toute chose égale par ailleurs, le ROE s'est établi à fin 2022 à **21,29%**.

Evolution du bénéfice net (MDt) et du ROE (%)



## Situation financière

Au niveau de sa structure financière, la hausse du cash-flow opérationnel de +83% (à 104,7MDt) a permis au cimentier de financer ses investissements d'exploitation (qui ont été multiplié fois trois à 20MDt), payer ses impôts et dégager un free cash-flow positif de **50 MDt** et ce malgré une hausse du besoin en fond de roulement à 53 jours du CA (vs 43 j CA en 2021).

Ceci étant, la société continue d'afficher un taux d'endettement élevé, bien qu'il soit en amélioration.

En effet, à fin 2022, la dette nette du cimentier a reculé de 7% à 433,6 MDt, soit un gearing de 213% vs un gearing de 277% en 2021 et de 351% en 2020. Le ratio Dette nette/EBITDA est passé de 3,9x à fin 2021 à 3,35x au terme de 2022.

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Cash Flow Opérationnel	40 767 959	19 934 775	57 075 265	104 714 976
Taux de croissance		-33%	-51%	186%
FCO/CA (%)	13%	7%	16%	24%
FCO/EBE	0,6	0,2	0,5	0,8
= variation totale du BFR	1 422 578	98 292 643	33 879 120	14 846 135
= Exédent de trésorerie d'Exploitation	39 345 381	-78,357,868.16	23 196 145	89 868 841
- Investissement d'exploitation	1 560 731	4 809 589	5 835 459	20 031 289
- Impôt sur les sociétés	52 132	60 897	63 113	19 784 085
= Free Cash Flows	37 732 518	-83,228,354	17 297 573	50 053 467

## Perspectives d'avenir

	2023e	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Chiffre d'affaires</b>	489 776	527 942	570 725	614 641	661 804	712 724
Taux de croissance	33%	8%	8%	8%	8%	8%
Achats d'approvisionnements consommés	274 941	296 473	311 445	327 654	352 088	371 658
Taux de croissance	30%	8%	5%	5%	7%	6%
<b>Marge Brute</b>	<b>218 239</b>	<b>235 225</b>	<b>262 394</b>	<b>289 193</b>	<b>312 891</b>	<b>337 168</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>44.56%</b>	<b>44.56%</b>	<b>45.98%</b>	<b>47.05%</b>	<b>47.28%</b>	<b>47.31%</b>
Charges de personnel	41 836	43 092	44 384	45 716	47 087	48 500
Taux de croissance	17%	3%	3%	3%	3%	3%
Autres charges d'exploitation	27 724	28 306	29 207	30 139	31 102	32 099
Taux de croissance	4%	2%	3%	3%	3%	3%
<b>EBITDA</b>	<b>147 800</b>	<b>162 681</b>	<b>187 607</b>	<b>212 091</b>	<b>232 398</b>	<b>254 131</b>
Taux de croissance	14.04%	10.07%	15.32%	13.05%	9.57%	9.35%
Taux de marge d'EBITDA	30.18%	30.81%	32.87%	34.51%	35.12%	35.66%
Dot aux amortissements et aux provisions	47 326	53 172	55 605	57 061	59 039	61 272
<b>Résultat d'Exploitation</b>	<b>99 590</b>	<b>109 509</b>	<b>132 002</b>	<b>155 030</b>	<b>173 359</b>	<b>192 859</b>
Taux de croissance	22%	10%	21%	17%	12%	11%
<b>Taux de marge d'exploitation</b>	<b>20.33%</b>	<b>20.74%</b>	<b>23.13%</b>	<b>25.22%</b>	<b>26.19%</b>	<b>27.06%</b>
Charges financières	48 006	43 712	38 062	34 393	28 328	21 097
Taux de croissance	9.42%	-8.94%	-12.93%	-9.64%	-17.63%	-25.53%
Charges fin/ Résultat d'Exploitation	48.20%	39.92%	28.83%	22.18%	16.34%	10.94%
Autres gains ordinaires	0	150	150	150	150	150
Autres pertes ordinaires	0	500	500	500	500	500
produits de placement	300	900	1 800	3 600	5 400	8 100
<b>Résultat des activités ordinaires avant impôt</b>	<b>51 884</b>	<b>66 347</b>	<b>95 390</b>	<b>123 887</b>	<b>150 081</b>	<b>179 512</b>
Impôts sur les bénéfices	987	1 181	1 278	6 399	22 437	26 852
<b>RN</b>	<b>50 897</b>	<b>65 166</b>	<b>94 112</b>	<b>117 488</b>	<b>127 644</b>	<b>152 660</b>
Taux de marge nette	10.4%	12.3%	16.5%	19.1%	19.3%	21.4%
Taux de croissance	42.77%	28.04%	44.42%	24.84%	8.64%	19.60%

Lors de sa dernière assemblée générale, le management a annoncé la signature d'une commande ferme d'export pour un million de tonnes de ciment vers le marché américain, avec une option de 500 000 tonnes additionnelles. Une commande qui s'étalera sur 18 mois à partir du mois de septembre 2023 (s'étalera de manière continue jusqu'au premier trimestre de l'année 2025).

Le management de la société a également présenté son nouveau business plan dévoilant un taux de croissance du chiffre d'affaires de +12 % sur les cinq prochaines années (à **712,7MDt** à fin 2028).

Le taux de marge brute devrait se stabiliser à **47%** bien loin des 57,8% réalisé en 2020 et ce au vu de la flambée des prix des matières premières qui persiste.

A cet effet, le management de la société compte sur l'optimisation des coûts de l'énergie en remplaçant le Coke de pétrole par la RDF (Refuse Derived Fuels), transformation des déchets, ce qui permettra à l'usine de réduire sa facture énergétique de 50% (une tonne RDF vaut 140 \$ vs 280\$ la tonne de Cooke de pétrole). Une stratégie qui reste tributaire de l'accord de l'Etat.

La marge d'EBITDA se situera entre **30%** et **36%** sur la période d'étude 2023/2028.

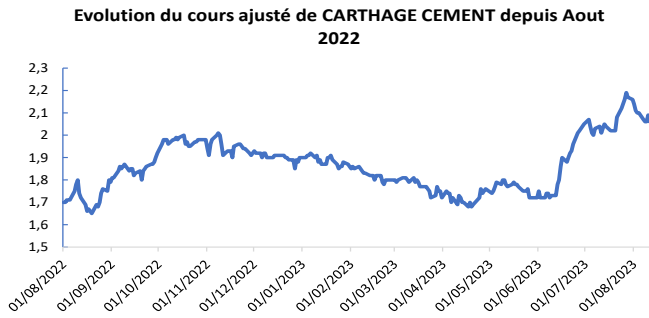
Le bénéfice net devrait évoluer à un rythme plus important que le chiffre d'affaires, d'en moyenne **+28%** sur la période du business plan pour franchir les 100MDt à l'horizon du business plan à **152,6 MDt** portant ainsi le taux de marge nette à **21%** d'ici 2028 (vs 9,7% en 2022) et ce grâce à la conjonction de deux facteurs : l'amélioration de l'exploitation et la baisse des charges financières.

### D'un point de vue boursier

Sur le plan boursier, le titre poursuit son trend haussier observé depuis le mois de Juin 2023 (à 2,200 Dt) au 23/08/2023, consolidant ainsi sa performance depuis le début de 2023 à +15,8%.

Le titre se traite, actuellement, **21 x ses bénéfices réalisés pour 2022** et **15 x ses bénéfices attendus pour 2023**.

Sur la base de son nouveau business plan, la société devrait distribuer son premier dividende en 2026 au titre de l'exercice 2025.



**Cours le plus haut (27/07/2023) :**

2,19 Dt

**Cours le plus bas (19/08/2022) :**

1,65 Dt