

Company Preview

Carthage Cement « Du grand potentiel grâce à la transformation énergétique »

Carthage Cement – Acheter – Cours Cible : 2,520 Dt (+ 26% vs cours boursier actuel)

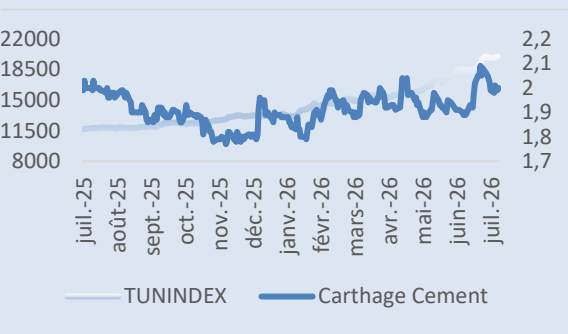
- Carthage Cement confirme sa position de **leader du marché cimentier tunisien**, avec une part de marché estimée à **24 % à fin 2025**, devant plusieurs groupes internationaux de référence opérant dans le pays.
- Malgré un environnement particulièrement contraint, marqué par la hausse des coûts énergétiques, la stagnation de la demande domestique, une intensification de la concurrence à l'export et un cadre réglementaire évolutif, le groupe a démontré une **capacité de résilience opérationnelle et de maintien de la rentabilité**.
- L'exercice 2025 s'est soldé par un **résultat net de 40,1 MDT**, en repli par rapport à 2024 (70,3 MDT), année exceptionnelle liée notamment à des arrêts techniques chez certains concurrents. Ce niveau de résultat demeure néanmoins solide et permet à la société de **résorber définitivement ses pertes accumulées et d'envisager une politique de distribution de dividendes**.
- Sur le plan financier, Carthage Cement poursuit simultanément ses investissements industriels et sa stratégie de désendettement. La **dette nette financière a été réduite d'environ un tiers**, s'établissant à **295,4 MDT en 2025**, contre **408,1 MDT en 2023 et 330,9 MDT en 2024**, traduisant une amélioration significative du profil financier.
- Les dossiers juridiques en cours, incluant la décision favorable relative à l'affaire de surfacturation (28 M€) ainsi que le litige NLS portant sur le dégel de comptes bancaires estimé à 17,5 MDT, constituent des **sources potentielles de création de valeur non intégrées dans les fondamentaux actuels**, pouvant générer un upside additionnel significatif en cas de matérialisation favorable.
- À moyen terme, la stratégie du groupe repose principalement sur la **consolidation du marché local** et la **réduction structurelle de la facture énergétique**, considérée comme un levier clé d'amélioration de la compétitivité. Le management anticipe une progression du résultat net de **+37,1 % en 2026 à 55 MDT**, puis une montée à environ **63 MDT à l'horizon 2028**, sur la base d'hypothèses qualifiées de prudentes et hors éléments exceptionnels.
- Enfin, le titre Carthage Cement demeure l'un des plus liquides de la place boursière tunisienne et continue d'afficher une **valorisation jugée attractive au regard de ses perspectives de croissance et de normalisation financière**.

Données Générales

Cours (Dt) 10/07/2026	2,000
Cours Cible (Dt)	2,520
Potentiel	26%
Capitalisation boursière (Mdt)	669,2
Cours moyen sur 1 an (Dt)	1,930
Plus haut sur 1 an (Dt)	2,100
Plus bas sur 1 an (Dt)	1,750
Volume quotidien moyen depuis 1 an (Dt)	250 484

En Mdt	2024	2025	2026e
Chiffre d'affaires	421,6	382,8	430,1
EBITDA	164,8	126,4	143,7
EBIT	109,3	70,3	87,6
Résultat Net	70,3	40,1	55,0
VE/CA	2,3	2,6	2,3
VE/EBITDA	6,0	7,8	6,9
P/E	9,5	16,7	12,2
P/BV	2,0	1,8	1,6
Dividend Yield	0,0%	3,3%	4,5%

Cours boursier



Performance Boursière	YTD	3m	12m
Carthage Cement	6,4%	4,7%	-1,5%
Tunindex	49,9%	29,3%	72,0%

Opinion et Valorisation

Sur le plan de la valorisation, Carthage Cement apparaît actuellement décotée par rapport à ses comparables locaux et internationaux. Le titre se traite à environ **12,2x le P/E 2026e et 6,9x l'EV/EBITDA 2026e**, contre un P/E marché de 14,5x et des multiples **EV/EBITDA de 10x à 12x** pour les cimentiers internationaux. Cette décote reflète une perception encore prudente du marché, mais ouvre un potentiel de revalorisation progressive à mesure que la trajectoire opérationnelle se confirme.

Dans ce contexte, nous adoptons une opinion positive sur le titre, avec une recommandation d'ACHAT et un objectif de cours de 2,52 DT à moyen terme. Cette recommandation repose sur les éléments suivants :

- **Positionnement de leader en Tunisie**, avec une part de marché estimée à environ 24 % en 2025, permettant au groupe de capter l'essentiel des dynamiques de volumes domestiques ;
- **Perspectives de demande plus favorables à moyen terme**, soutenues par une reprise progressive du secteur immobilier et la montée en puissance des projets d'infrastructure inscrits dans le plan de développement 2026–2030 ;
- **Accès aux marchés export européens, grâce au marquage CE**, offrant un relais de croissance partiel dans un environnement domestique structurellement contraint ;
- **Amélioration continue du profil financier**, avec une trajectoire de désendettement et une structure de capital plus robuste ;
- **Résilience de la rentabilité**, matérialisée par une cinquième année consécutive de bénéfices, confirmant le caractère récurrent de la génération de résultats ;
- **Normalisation de la politique de distribution**, avec la distribution d'un premier dividende en 2026 au titre de l'exercice 2025 ;
- **Transformation énergétique en cours**, visant à réduire la dépendance aux intrants fossiles et à renforcer la conformité aux standards environnementaux européens, facteur clé de compétitivité future ;
- **Caractéristiques boursières attractives**, avec une liquidité élevée et une capitalisation offrant une visibilité suffisante dans un univers d'investissement de plus en plus sélectif.

En contrepoint, plusieurs facteurs de risque demeurent structurels et doivent être intégrés dans la lecture du titre :

- Forte dépendance au cycle immobilier et à la construction en Tunisie ;
- Exposition significative à la volatilité des coûts énergétiques et des intrants ;
- Pression concurrentielle persistante à l'export, limitant le potentiel de pénétration internationale à court terme.

Ces éléments contribuent à maintenir une certaine compression des marges et une visibilité encore partiellement contrainte sur la trajectoire de rentabilité.

En synthèse, Carthage Cement combine un positionnement industriel dominant, une base de production intégrée et des relais de croissance identifiés, dans un contexte de normalisation progressive des fondamentaux et de revalorisation potentielle du titre si la trajectoire financière et énergétique se matérialise conformément aux attentes.

PRESENTATION DE LA SOCIETE CARTHAGE CEMENT

Fondée en octobre 2008, Carthage Cement est l'un des principaux producteurs intégrés de matériaux de construction en Tunisie. La société est issue de la scission totale de l'ancienne société *Les Grandes Carrières du Nord (GCN)*, qui a donné naissance à deux entités distinctes : Carthage Cement et GCN Trade. Dans le cadre de cette opération, Carthage Cement a repris les actifs industriels et fonciers liés à l'activité d'exploitation de carrière, notamment la carrière de Jbel Rsas ainsi que l'unité de concassage dédiée à la production d'agrégats.

Le modèle d'affaires de Carthage Cement repose sur une intégration verticale de la chaîne de valeur des matériaux de construction, articulée autour de trois pôles d'activité complémentaires :

- **Les agrégats**, activité historique de la société, comprenant l'exploitation de la carrière de Jbel Rsas ainsi que la production et la commercialisation de granulats destinés aux secteurs du bâtiment et des travaux publics ;
- **Le béton prêt à l'emploi (Ready-Mix)**, dont la production commerciale a démarré en octobre 2010 afin de renforcer l'intégration aval et de capter une part plus importante de la chaîne de valeur ;
- **Le ciment**, activité stratégique mise en exploitation en octobre 2013 avec la mise en service de la cimenterie, permettant à la société de devenir un acteur intégré du marché tunisien du ciment.

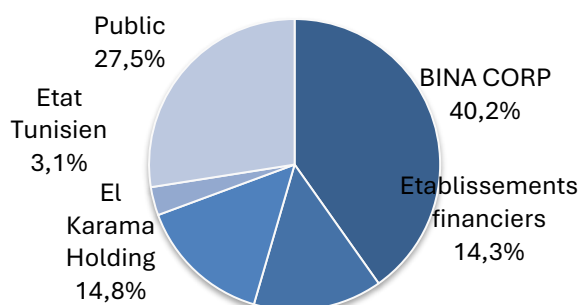
Au niveau de son portefeuille de participations, Carthage Cement détient 99% du capital de la société *Les Carrelages de Berbères*, actuellement sans activité opérationnelle, ainsi qu'une participation de 49 % dans la société italienne *MANDUCEM SRL*, détenue conjointement avec son partenaire commercial PETROCEM. Cette dernière constitue une plateforme destinée à soutenir les activités d'exportation et le développement commercial de la société sur les marchés internationaux.

Structure de l'actionnariat (En date du 31/12/2025)

La structure actionnariale de Carthage Cement est caractérisée par la prédominance d'un actionnaire de référence, BINACORP, qui détient 40,2 % du capital social. Le capital est également réparti entre Alkarama Holding (14,85 %) et l'État tunisien (3,15 %), tandis que les établissements financiers représentent 14,31 % du capital. Le flottant en bourse, s'élève à 27,49 %, assurant une liquidité significative du titre sur le marché.

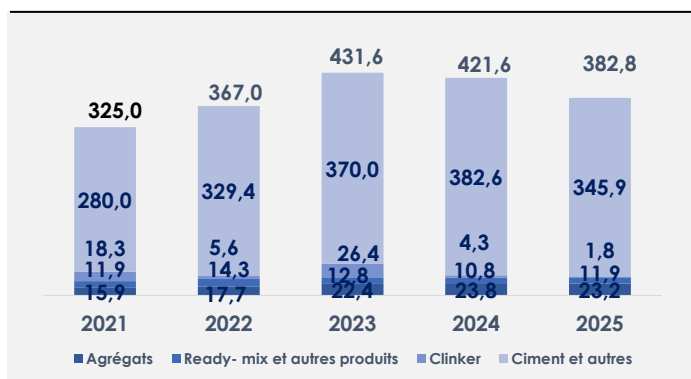
Le capital social de la société s'établit à 343 624 940 dinars, divisé en 343 624 940 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1 dinar.

Graph 1. Structure de l'actionnariat



CHIFFRES CLÉS DE LA SOCIÉTÉ

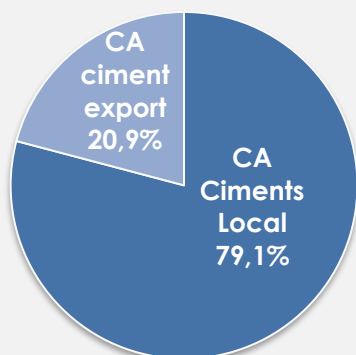
Graph 2. Répartition du CA par produit, Mdt



Graph 3. Répartition du CA par produit, en %

CA en %	2021	2022	2023	2024	2025
Agrégats	4,9%	4,8%	5,2%	5,7%	6,1%
Ready- mix et autres produits	3,6%	3,9%	3,0%	2,6%	3,1%
Clinker	5,6%	1,5%	6,1%	1,0%	0,5%
Ciment et autres	85,9%	89,8%	85,7%	90,8%	90,3%

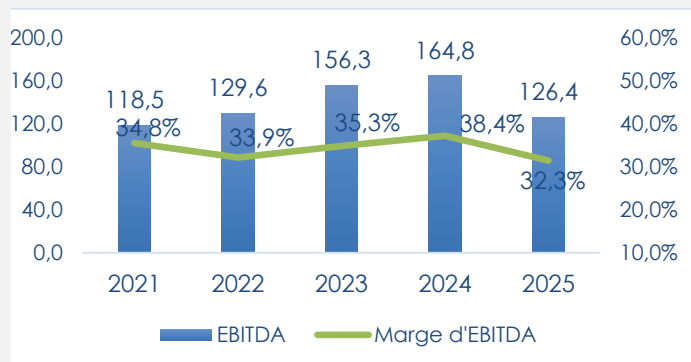
Graph 4. Répartition du CA ciment par destination, 2025



Graph 5. Part de marché ciments par destination

	2021	2022	2023	2024	2025
Part de marché ciment	23,0%	23,0%	26,0%	28,0%	24,0%
Part de marché ciment local	25,0%	25,0%	29,0%	31,0%	26,0%
Part de marché ciment export	19,0%	17,0%	16,0%	16,0%	20,0%

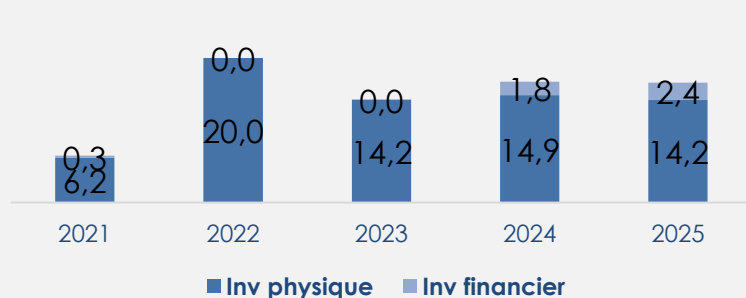
Graph 6. Evolution de l'EBITDA, Mdt



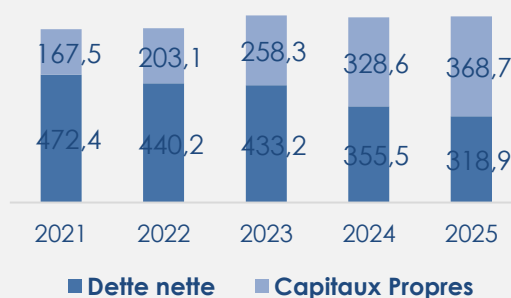
Graph 7. Evolution du résultat net, Mdt



Graph 8. Evolution des investissements, Mdt



Graph 9. Evolution de la dette nette, cap.propres, Mdt



Source : Données Carthage Cement, MAC SA

Evolution récente de l'activité de la société Carthage Cement

1. Une année 2025 solide malgré un contexte sectoriel défavorable

Carthage Cement a démontré en 2025 une capacité de résistance opérationnelle notable dans un environnement marqué par des pressions multiples sur le secteur cimentier tunisien.

Le groupe a notamment dû composer avec :

- **Un environnement énergétique défavorable**, avec une forte hausse des coûts du coke de pétrole et de l'énergie thermique, représentant 40 à 50 % du coût de production du ciment, constituant ainsi le principal facteur de pression sur les marges ;
- **Une stagnation structurelle du marché local**, avec une demande nationale plafonnée autour de 5 Millions de tonnes pour une capacité installée d'environ 12 Millions de tonnes, traduisant une situation durable de surcapacité ;
- **Une intensification de la concurrence à l'export**, notamment des producteurs algériens bénéficiant d'avantages compétitifs en matière de coûts énergétiques, bien que Carthage Cement ait maintenu ses positions sur ses marchés historiques en Europe (Italie, Malte) ;
- **Un environnement réglementaire en mutation**, incluant l'impact de la nouvelle législation sur les moyens de paiement ainsi que l'interdiction de la sous-traitance, ayant entraîné l'intégration directe de 172 employés.

Tab 1. Evolution des indicateurs d'exploitation et des marges

En MDT	2021	2022	2023	2024	2025	TCAM 20/25
Chiffre d'affaires	326,0	367,0	431,6	421,6	382,2	4,1%
Produits d'exploitation	341,1	382,2	442,3	428,8	390,9	3,5%
Production	333,2	402,9	447,9	442,3	401,4	4,8%
Marge brute	183,1	192,2	203,3	237,3	207,4	3,2%
Taux de marge brute	53,7%	50,3%	52,1%	55,3%	53,1%	
Valeur Ajoutée	157,3	166,3	199,3	208,8	174,4	2,6%
EBITDA	118,5	129,6	156,3	164,8	126,4	1,6%
Taux de marge EBITDA	34,8%	33,9%	35,3%	38,4%	32,3%	
Résultat d'exploitation	71,2	81,8	102,6	109,3	70,3	-0,3%
Marge d'exploitation	20,9%	21,4%	23,2%	25,5%	18,0%	
Résultat financier	-43,7	-45,8	-45,6	-38,9	-32,1	54,5%
Résultat net	31,5	35,7	55,2	70,3	40,1	6,2%
Marge nette	9,2%	9,3%	12,5%	16,4%	10,3%	

2. Trajectoire financière 2021–2025 : croissance modérée mais volatilité récente

Sur la période 2021–2025, la société affiche une croissance globale contenue mais positive, avec un TCAM du chiffre d'affaires de 4,1%. Le chiffre d'affaires progresse de 326 MDT en 2021 à 382,2 MDT en 2025, après un pic en 2023 (431,6 MDT), suivi d'un repli en 2024–2025.

Les principaux indicateurs de rentabilité suivent une dynamique similaire :

- **EBITDA** : de 118,5 MDT en 2021 à 126,4 MDT en 2025, soit un TCAM 1,6 %

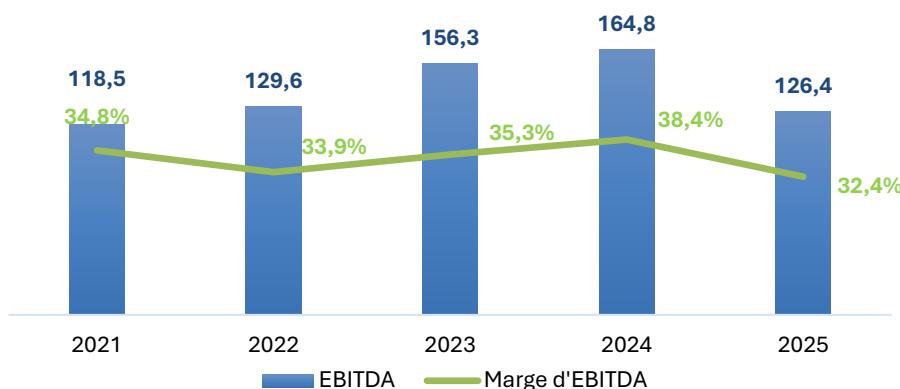
- **Résultat d'exploitation** : de 71,2 MDT en 2021 à 70,3 MDT en 2025 (quasi stable sur 5 ans)
- **Résultat financier** : de -43.7 Mdt en 2021 à -32,1 Mdt en 2025 soit un TCAM de 54,5%
- **Résultat net** : de 31,5 MDT en 2021 à 40,1 MDT en 2025 (TCAM 6,2 %)

En 2025, la performance reflète un ajustement après un exercice 2024 exceptionnellement élevé, soutenu par des effets temporaires liés à l'arrêt de concurrents majeurs.

3. Compression des marges dans un contexte inflationniste

L'exercice 2025 met en évidence une érosion de la rentabilité opérationnelle :

- **Marge brute** : 53,1 % (vs 55,3 % en 2024)
- **Marge EBITDA** : 32,4 % (vs 38,4 % en 2024)
- **Marge nette** : 10,3 % (vs 16,4 % en 2024)



Cette normalisation des marges s'explique principalement par :

- la hausse des coûts énergétiques et logistiques ;
- un effet de base défavorable après un exercice 2024 atypique ;
- une pression concurrentielle accrue sur les prix, notamment à l'export.

Malgré ce repli, et grâce au désendettement progressif de Carthage Cement, le résultat net de 40,1 MDT demeure solide et confirme la capacité bénéficiaire structurelle du groupe, tout en permettant l'apurement des déficits historiques et la réouverture du potentiel de distribution de dividendes.

4. Désendettement progressif et amélioration du profil financier

Carthage Cement poursuit sa trajectoire de désendettement tout en consolidant progressivement ses fonds propres, traduisant une amélioration structurelle de sa structure de capital. Cette dynamique d'"effet ciseau" a permis une nette réduction des ratios de levier financier, avec un gearing ramené à 80,1 % en 2025, contre 158 % en 2023 et 100,7 % en 2024, témoignant d'une normalisation après des fluctuations marquées sur la période.

La structure financière continue ainsi de s'assainir, portée par la combinaison de plusieurs facteurs clés :

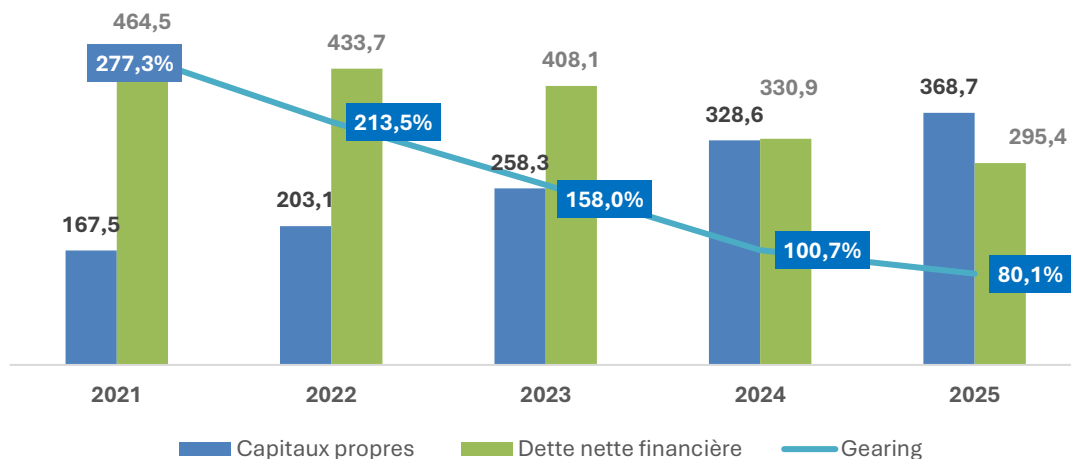
- **Dettes nettes financières** : 295,4 MDT en 2025, contre 330,9 MDT en 2024 et 408,1 MDT en 2023
- **Dettes nettes / EBITDA** : 2,3x en 2025, niveau considéré comme confortable pour un acteur industriel capitalistique

- **Gearing** : amélioration globale sur la période, reflétant la réduction de l'endettement relatif et le renforcement des capitaux propres

Cette évolution résulte principalement d'un double moteur :

- Une génération de cash-flow opérationnel en amélioration structurelle ;
- Une politique financière disciplinée, caractérisée par la maîtrise des investissements et la priorité donnée à la réduction de la dette.

Dans ce contexte, le profil de crédit du groupe se renforce progressivement, avec un levier financier désormais mieux maîtrisé et plus compatible avec les standards des industriels cotés du secteur.



5. Contentieux et actifs hors exploitation

Deux éléments juridiques structurants sont à noter :

- Affaire de surfacturation : décision de la Cour d'appel du 31 janvier 2025 condamnant M. Lazhar STA à verser 28 M€ à Carthage Cement. Le groupe a engagé les procédures d'exécution associées.
- Litiges liés à l'exploitation du contrat NLS : procédures en cours concernant le gel de comptes bancaires pour 17,5 MDT.
- Comptabilisation d'une pièce de rechange stratégique reçue gratuitement (1,02 M€), avec un impact en autres produits de 3,4 MDT.

Ces éléments constituent des sources potentielles de création de valeur ou de récupération d'actifs, mais restent soumis à aléas juridiques.

Facteurs de risques

L'activité de Carthage Cement évolue dans un environnement industriel exigeant exposé à plusieurs facteurs de risque structurels et conjoncturels, notamment :

Risque énergétique et volatilité des coûts de production ; l'évolution des prix de petcoke, du gaz naturel et de l'électricité représente un enjeu critique pour la maîtrise des charges d'exploitation. Une hausse durable de ces coûts peut affecter significativement la compétitivité et la rentabilité de l'entreprise

Risque du secteur de ciment : Le secteur cimentier tunisien est marqué par une situation structurelle de surproduction persistante face à une stagnation de la demande intérieure avec des contraintes logistiques affectant les exportations. Cette conjoncture exerce une pression accrue sur les volumes de vente ainsi que sur les marges des opérateurs du secteur.

Risque réglementaire et environnemental : Le renforcement des normes environnementales et des exigences en matière de durabilité requiert des investissements significatifs dans les équipements et les technologies de réduction des émissions de carbone. Ces investissements significatifs dans les équipements et les technologies de réduction des émissions de carbone. Ces investissements peuvent entraîner une augmentation des coûts à court terme et par conséquent affecter la compétitivité de la société en termes de prix et de conformité réglementaire

Risque de change : Dans le cadre des opérations d'importation de combustibles, d'équipements ou de pièces de rechanges, la société est exposée aux fluctuations de taux de change. La dépréciation du dinar tunisien par rapport aux devises étrangères pourrait entraîner une augmentation des coûts d'approvisionnement et une détérioration des marges. Ces risques appellent à une vigilance constante et à la mise en place de plans d'atténuation appropriés.

Stratégie ESG

Carthage Cement est en phase de structuration progressive de sa stratégie ESG, encore en cours de formalisation, mais déjà orientée autour de :

- La réduction des émissions de CO₂ ;
- L'efficacité énergétique ;
- La gestion des ressources naturelles ;
- La sécurité industrielle.

Le groupe s'appuie sur le référentiel SASB pour identifier ses enjeux matériels : émissions Gaz à Effet de Serre GES, énergie, eau, déchets, biodiversité, sécurité et intégrité tarifaire. L'entrée en vigueur du **MACF (CBAM européen)** constitue un facteur de transformation structurelle. selon le management de Carthage Cement, son impact est actuellement limité mais devrait devenir significatif à moyen terme, avec des effets potentiels sur :

- La compétitivité export ;
- Les coûts de conformité carbone ;
- La structure des marges.

Des mesures d'atténuation ont été initiées par la société incluant : (i) des négociations avec ses clients européens en vue de répercuter l'impact tarifaire du MACF, (ii) la réduction de l'intensité carbone de ses produits par l'intégration de combustibles alternatifs et le développement d'une gamme de ciments bas carbone (Cem II et dérivés), et (iii) la diversification de ses marchés à l'export.

À ce stade, Carthage Cement a engagé un ensemble d'initiatives ESG structurantes, partiellement intégrées à ses opérations et à son modèle économique. Ces initiatives constituent des leviers progressifs de création de valeur durable et s'inscrivent dans une démarche de structuration en cours, en vue de la formalisation d'une stratégie ESG globale, cohérente et pleinement intégrée. Les initiatives de décarbonation, d'efficacité énergétique et de gestion responsable des ressources naturelles contribuent simultanément à la réduction des coûts opérationnels, à la maîtrise des risques réglementaires et à l'accès aux marchés internationaux, notamment dans le cadre des mécanismes carbone tels que le MACF. Cette approche permet à l'entreprise de renforcer sa résilience, d'assurer sa continuité d'exploitation et de soutenir une croissance durable.

Pour répondre aux nouvelles exigences du CMF, et compte tenu de l'état d'avancement du projet de mise en place de la démarche ESG, Carthage Cement s'est référé, à ce stade, au référentiel international « Sustainability Accounting Standards Board » (SASB), relatif au secteur « Matériaux de construction » pour l'identification des enjeux potentiellement matériels du point de vue matérialité financière. Les enjeux matériels retenus sont : - Emissions de Gaz à Effet de Serre (GES) - Qualité de l'air - Gestion de l'énergie - Gestion de l'eau - Gestion de déchets - Répercussions sur la biodiversité - Santé et sécurité des collaborateurs - Innovation produit - Intégrité tarifaire et transparence.

La Société a engagé une démarche progressive et structurée de gestion des risques et opportunités associés aux enjeux identifiés, inscrite dans une logique d'amélioration continue et de montée en maturité de son dispositif de gestion des risques. Sa démarche à court terme repose sur l'identification des principaux risques ESG sur l'ensemble de la chaîne de valeur, leur évaluation selon une approche combinant impact environnemental et social et incidence financière qualitative, ainsi que leur intégration dans la cartographie globale des risques de l'entreprise. À moyen terme, la Société prévoit d'améliorer son dispositif par une quantification et une meilleure intégration des risques ESG dans les processus budgétaires et d'investissement, ainsi que l'instauration d'indicateurs de performance ESG au niveau stratégique. Ce développement sera accompagné d'une gouvernance ESG renforcée, impliquant davantage les organes de direction et formalisant les responsabilités dans les fonctions clés. Cette trajectoire vise à renforcer la résilience du modèle d'affaires face aux risques émergents tout en répondant aux exigences croissantes des investisseurs, du régulateur et des parties prenantes.

À compter du 1er janvier 2026, le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'Union européenne (MACF) est entré dans sa phase opérationnelle, imposant aux importateurs de certains produits, dont le ciment, l'acquisition de certificats carbone reflétant les émissions GES incorporées. Ce dispositif, aligné sur le Système Européen d'échange de Quotas d'Emission (SEQE-UE), vise à instaurer une tarification carbone équivalente entre producteurs européens et non européens. Carthage Cement est exposée au MACF principalement via ses exportations directes et indirectes (chaîne de valeur) vers l'Union européenne et la dynamique concurrentielle du marché. La société considère ce mécanisme comme un facteur de risque climatique de transition susceptible d'affecter progressivement ses coûts, ses marges et ses flux de trésorerie futurs. À ce stade, l'impact financier est jugé modéré à court terme en raison du caractère progressif de la mise en œuvre du dispositif, mais pourrait devenir très significatif à moyen et long terme en fonction de l'évolution du prix du carbone et du niveau d'intensité carbone des produits. Les principaux risques identifiés à ce stade sont liés à l'impact probable de ce mécanisme sur la compétitivité à l'export de Carthage Cement à l'export. Des mesures d'atténuation ont été initiées par la société incluant : (i) des négociations avec ses clients européens en vue de répercuter l'impact tarifaire du MACF, (ii) la réduction de l'intensité carbone de ses produits par l'intégration de combustibles alternatifs et le développement d'une gamme de ciments bas carbone (Cem II et dérivés), et (iii) la diversification de ses marchés à l'export."

La Direction considère que les risques ESG, incluant notamment les dimensions climatiques, énergétiques, biodiversité, eau, qualité de l'air, déchets et santé et sécurité des collaborateurs, constituent des facteurs financiers significatifs pour la Société, le MACF étant identifié comme un risque significatif à moyen terme. Elle identifie également des opportunités liées à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, à la décarbonation, à l'optimisation de la gestion des ressources naturelles et au renforcement des standards environnementaux et HSE. La mise en œuvre progressive d'actions d'atténuation, d'investissements ciblés et le renforcement du reporting ESG devraient permettre de mieux maîtriser ces risques et opportunités et d'en atténuer les impacts financiers potentiels.

Stratégie et Perspectives à moyen terme

La stratégie du groupe repose sur quatre piliers :

1. **Consolidation du marché domestique**, via la qualité produit et la fidélisation client ;
2. **Transformation énergétique**, visant une réduction structurelle de la dépendance aux combustibles fossiles, avec un potentiel d'économies estimé à 40 MDT/an selon le management. Le recyclage des déchets et le photovoltaïque sont les meilleures alternatives pour réduire l'utilisation du coke de pétrole et du gaz.
3. **Accélération de la transition environnementale**, condition clé de maintien des débouchés européens ;
4. **Optimisation industrielle et maintenance des actifs**, élément critique dans une industrie à forte intensité capitalistique.

Le business plan 2026–2028 anticipe une progression du résultat net à environ 55 MDT en 2026 (+37,1 %), puis près de 63 MDT à horizon 2028, sur la base d'hypothèses qualifiées de conservatrices par le management.

Tab 2. Prévisions pour 2026-2028

En MDT	2025R	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires	382,8	430,1	464,4	503,7
<i>Variation</i>	-9,2%	12,3%	8,0%	8,5%
EBITDA	126,4	143,7	144,5	160,3
<i>Variation</i>	-23,3%	13,7%	0,5%	11,0%
Taux de marge EBE	32,3%	32,6%	30,6%	31,3%
Résultat d'exploitation	70,3	87,6	86,0	99,1
<i>Variation</i>	-35,6%	24,6%	-1,8%	15,2%
Taux de marge d'exploitation	18,0%	19,9%	18,2%	19,4%
Résultat net	40,1	55,0	58,5	62,8
<i>Variation</i>	-42,9%	37,1%	6,4%	7,4%
Marge nette	10,3%	12,5%	12,4%	12,3%

Source : Carthage Cement

En MDT	2021	2022	2023	2024	2025	TCAM 21_25	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Chiffre d'affaires	326,0	367,0	431,6	421,6	382,8	4,1%	430,1	464,4	503,7	533,8	570,6
<i>Variation</i>	<i>28,9%</i>	<i>12,6%</i>	<i>17,6%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-9,2%</i>		<i>12,3%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,9%</i>
EBITDA	118,5	129,6	156,3	164,8	126,4	1,6%	143,7	144,5	160,3	164,7	173,5
<i>Variation</i>	<i>17,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>20,6%</i>	<i>5,4%</i>	<i>-23,3%</i>		<i>13,7%</i>	<i>0,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>2,7%</i>	<i>5,4%</i>
Résultat d'exploitation	71,2	81,8	102,6	109,3	70,3	-0,3%	87,6	86,0	99,1	101,1	107,4
<i>Variation</i>	<i>19,5%</i>	<i>14,9%</i>	<i>25,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-35,6%</i>		<i>24,6%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>15,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>6,2%</i>
Résultat Financier	- 43,7	- 45,8	- 45,6	- 38,9	- 32,1		- 31,6	- 26,1	- 21,5	- 12,7	- 7,2
<i>Variation</i>	<i>22,3%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>0,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>17,3%</i>		<i>1,6%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,5%</i>	<i>40,8%</i>	<i>43,2%</i>
RAO avant impôt	32,3	36,5	56,2	71,2	41,0	6,2%	56,0	59,6	77,2	88,0	99,8
<i>Variation</i>	<i>61,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>54,0%</i>	<i>26,8%</i>	<i>-42,5%</i>		<i>36,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>29,6%</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,4%</i>
Impôts sur les bénéfices	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9		1,0	1,1	14,4	17,5	19,9
Résultat Net	31,5	35,7	55,2	70,3	40,1	6,2%	55,0	58,5	62,8	70,5	79,9
<i>Variation</i>	<i>62,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>54,8%</i>	<i>27,3%</i>	<i>-42,9%</i>		<i>37,1%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,4%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,4%</i>
Actifs économique	639,9	643,3	691,5	684,1	687,6		728,0	767,1	808,9	850,4	895,1
Actifs immobilisés	601,5	590,1	618,3	608,4	605,9		636,2	668,0	701,4	736,5	773,3
BFR	38,3	53,2	73,3	75,7	81,7		91,8	99,1	107,5	113,9	121,7
Capitaux employés	639,9	643,3	691,5	684,1	687,6		728,0	767,1	808,9	850,4	895,1
Capitaux Propres	167,5	203,1	258,3	328,6	368,7	18,3%	425,0	479,3	535,5	590,7	648,3
Dettes nettes	472,4	440,2	433,2	355,5	318,9	-6,9%	302,9	287,8	273,4	259,7	246,7
Investissements nets	6,5	20,0	14,2	16,7	16,6		17,0	17,9	18,7	19,7	20,7
Dividendes	-	-	-	-	21,8		30,2	32,2	34,5	38,8	44,0
Taux de marge Brute	53,7%	50,3%	52,1%	55,3%	53,1%		55,0%	55,5%	56,0%	56,0%	56,5%
Taux de marge d'EBITDA	34,8%	33,9%	35,3%	38,4%	32,3%		32,6%	30,6%	31,3%	30,4%	30,0%
Taux de l'IS apparent	2,3%	2,3%	1,8%	1,4%	2,1%		1,8%	1,8%	18,6%	19,9%	19,9%
Taux de marge nette	9,2%	9,3%	12,5%	16,4%	10,3%		12,5%	12,4%	12,3%	13,0%	13,8%
ROE	23,2%	21,3%	27,2%	27,2%	12,2%		14,9%	13,9%	13,3%	13,6%	14,1%
ROCE	10,9%	12,4%	14,6%	15,7%	10,0%		12,0%	11,2%	12,2%	11,9%	12,0%
Gearing	277,3%	213,5%	158,0%	100,7%	80,1%		66,0%	55,6%	47,3%	40,7%	35,3%
Dettes nettes / EBITDA	3,9	3,3	2,6	2,0	2,3		2,0	1,8	1,6	1,5	1,3
Nombre de Titres (en millions)	334,62	334,62	334,62	334,62	334,62		334,62	334,62	334,62	334,62	334,62
BPA	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPA	0,5	0,6	0,8	1,0	1,1		1,3	1,4	1,6	1,8	1,9
DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07		0,09	0,10	0,10	0,12	0,13

Valorisation et Opinion

Sur le plan de valorisation, Carthage Cement affiche des niveaux jugés attractifs par rapport au marché. Au cours actuel, Carthage Cement se traite à 12,2x P/E 2026^e et un multiple VE/EBE de 6,9x contre un PER 2026^e de marché de 14,5x et un multiple EV/EBE de 10-12 pour les cimentiers à l'échelle internationale. Cet écart reflète un potentiel de réajustement progressif, à mesure que les fondamentaux se confirment.

Nous adoptons une opinion positive sur Carthage Cement avec une recommandation d'ACHAT avec un cours cible de 2,52 Dt à moyen terme. Notre thèse repose sur les arguments suivants.

- Position de leader du secteur cimentier en Tunisie avec une PDM de 24% en 2025. Carthage Cement a toujours réussi à capter des dynamique de croissance locale
- La reprise attendu de l'immobilier combinée à l'accélération des projets d'infrastructure liés au grands chantiers inscrits dans le plan de développement 2026-2030 offre un socle de volumes relativement lisible à moyen terme
- Un marquage CE permettant la pénétration du marché européen
- Amélioration de la situation de l'endettement
- Nette amélioration de la rentabilité : Cinquième année d'affilée bénéficiaire
- Renforcement de la structure financière et distribution du premier dividende en 2026 relatif à l'exercice 2025
- Transformation énergétique en cours pour réduire sa facture énergétique et pour se conformer aux nouvelles normes environnementales sur le continent européen.
- Un titre fort liquide et des niveaux de valorisation désormais en ligne avec le marché. Carthage Cement combine taille, liquidité et visibilité sur l'activité dans un contexte où la sélectivité devient déterminante.

En revanche, Certains points restent clairement identifiés en l'occurrence la forte corrélation avec le secteur immobilier, la volatilité des coûts des intrants, la faible compétitivité à l'export. Ces points maintiennent une pression sur les prix et sur la visibilité des marges.

En résumé, Carthage Cement poursuit sa croissance grâce à son positionnement de leader du secteur cimentier en Tunisie, son marquage CE qui ouvre l'accès au marché européen et à sa forte capacité de production lui permettant de renforcer davantage sa performance opérationnelle.

MAC SA– Intermédiaire en Bourse
Green Center, Rue du Lac Constance
1053- Les Berges du Lac – Tunisie
Tél : + 216 71 964 102
Fax : + 216 71 960 903
Email : macsa@macsa.com.tn
Web : www.macsa.com.tn

Département Recherches

Salma Zammit Hichri

Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Senior
ibrahim @macsa.com.tn

Wassim Loulou

Analyste Junior
l.wassim@macsa.com.tn

Informations importantes

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.