

| Actionnariat | |
|-------------------------------|------------|
| Etat Tunisien (80%) | |
| Public (20,00%) | |
| Titres | |
| Nominal | 1 |
| Nombre | 44 047 290 |
| Capitalisation boursière (MD) | 382 |
| Cours | |
| Clôture | 8,670 |
| 31/12/2011 | 8,000 |
| Variation | |
| Début 2012 | 8,4% |
| Année 2011 | -9,6% |
| Chiffres clés (MD) | |
| Bénéfice 2009 | 2,3 |
| Bénéfice 2010 | 5,6 |
| Bénéfice 2011 | 6,8 |
| Bénéfice 2012e | 8 |
| Capitaux propres | 168,9 |
| Dividende | |
| Montant | 0,100 |
| Div Yield | 1,2% |
| Valorisation | |
| PE 2009 | 166,1 |
| PE 2010 | 68,2 |
| PE 2011 | 56,2 |
| PE 2012e | 47,8 |
| P/BV | 2,3 |

| (mD) | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| Ventes locales | 59 407 | 61 102 | 67 419 |
| <i>Evolution</i> | 18,5% | 2,9% | 10,3% |
| Ventes à l'export | 17 840 | 19 345 | 6 001 |
| <i>Evolution</i> | -51,5% | 8,4% | -69,0% |
| Transport sur ventes | 4 343 | 4 591 | 4 654 |
| <i>Evolution</i> | 24,0% | 5,7% | 1,4% |
| Chiffre d'affaires | 81 590 | 85 037 | 78 074 |
| <i>Evolution</i> | -9,8% | 4,2% | -8,2% |

| (mD) | 2009 | 2010 | 2010 Retraité* | 2011 |
|-----------------------------|--------|--------|-------------------|--------|
| Chiffre d'affaires | 81 590 | 85 037 | 85 037 | 78 074 |
| EBITDA | 12 165 | 10 504 | 13 690 | 13 714 |
| <i>Marge d'EBITDA</i> | 14,9% | 12,4% | 16,1% | 17,6% |
| Résultat d'exploitation | 1 541 | -92 | 3 095 | 1 766 |
| <i>Marge opérationnelle</i> | 1,9% | -0,1% | 3,6% | 2,3% |
| Bénéfice net | 2 335 | 3 385 | 5 616 | 6 830 |
| <i>Marge nette</i> | 2,9% | 4,0% | 6,6% | 8,7% |

* Retraité de l'indemnité de départ des agents en 2010 suite au programme d'assainissement pour une valeur de 3,2MD.

L'année 2011:

L'année 2011 a été marquée par une baisse du chiffre d'affaires de 8,2% à 78,1MD imputable essentiellement à l'effritement des ventes à l'export qui ne représentent que le 1/3 de ceux enregistrés en 2010, soit 6MD qui s'explique par la décision des autorités d'arrêter les exportations et d'accorder une priorité absolue au marché local.

L'entrée en exploitation du projet de coke de pétrole à partir du mois de mai 2011 a permis à la société d'améliorer ses marges. Ainsi, le taux sur coûts matières s'est apprécié de 1,1 points à 42,4%.

Cependant, l'augmentation sensible de la masse salariale (+13%) suite à l'intégration des agents de la sous-traitance et des dotations aux amortissements (+12,5%) ont affecté la rentabilité opérationnelle de la société qui s'est dépréciée à 2,3% contre 3,6% en 2010.

En revanche, le bénéfice net de la société a été bonifié par les revenus sur quai pour 1,3MD et des pénalités de retard reçues des clients pour 1,5MD.

La société a clôturé l'année 2011 avec un bénéfice net de 6,8MD, soit le double de ce qui a été réalisé en 2010. Rappelons que l'exercice 2010 a subi une indemnité de départ à la retraite résultant du programme d'assainissement pour une valeur de 3,2MD. retraits de cette charge non récurrente, la société a finalement affiché une progression de son bénéfice net de 21,6%.

L'année 2012:

Les réalisations de la société durant le premier trimestre 2012 font état d'une progression des ventes de 2,3% à 16,6MD. aucune marchandise n'a été expédiée à l'export suite à la décision administrative d'arrêter les exportations et d'accorder la priorité absolue au marché local.

Pour l'année 2012 dans son ensemble, nous prévoyons un chiffre d'affaires de l'ordre de 82MD et un bénéfice net de 8MD. La société continuera de bénéficier des revenus sur quai qui ont totalisé à fin juin 2012 un montant de 2MD.

Concernant le projet de mise à niveau de la deuxième ligne de production permettant d'augmenter la capacité de production de clinker du four II de 2000 tonnes/jour à 4000 tonnes/jour, les travaux avancent conformément au planning et devront s'achever au courant de cette année. Un arrêt du four actuel est programmé pour une période de 3 mois pour la mise effective de la nouvelle ligne de production, mais ceci ne perturbera pas les ventes de la société. En effet, la société a déjà passer

commande pour l'achat de clinker auprès d'une autre cimenterie afin de ne pas perturber le cycle de production de la société. Le coût total de cet investissement est de l'ordre de 139,5MD. D'autres projets devront accompagner le programme de mise à niveau dont l'enveloppe globale est estimée à 95MD et se rapportant essentiellement sur :

- Développement de l'atelier de broyage de 6 000T / j à 7 000T/j pour un montant de 20MD ;
- Modernisation du quai pour un montant de 15MD ;
- Acquisition de terrain pour la carrière pour un montant de 4MD ;
- Acquisition de deux gratteurs pour 3,5MD.....

Le financement des ces investissements (234,5MD) se fera à hauteur de 59,5% par les fonds propres de la société, et le reste (95MD dont 65MD en 2012) à travers le recours au marché bancaire ou financier. Une décision que le conseil d'administration de la société aura à prendre après une étude approfondie auprès d'un bureau spécialisé. A cet effet, le management a déclaré lors de la dernière AGO que la société pourra faire appel au marché financier à travers un emprunt obligataire ou même une éventuelle deuxième ouverture du capital.

Ces projets devront permettre à la société de réaliser d'importantes économies d'échelle et d'afficher un chiffre d'affaires de 181,7MD à l'horizon de 2015, soit une croissance annuelle moyenne de 17%. Le bénéfice net devrait passer à 29,1MD et une marge nette de 16% (contre 8,7% seulement actuellement).

Aspect boursier :

D'un point de vue boursier, le titre a gagné plus de 8% de sa valeur depuis le début de l'année : une performance que nous jugeons en ligne avec l'ensemble du marché qui progressé de 6,7%.

Actuellement, le titre se traite à 47,8 fois ses bénéfices estimés de 2012 : un niveau largement supérieur au marché mais qui se justifie par la forte croissance de la société à moyen terme après réalisation de ses principaux programmes d'investissement. Nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre pour un placement à moyen terme.



