

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	24/02/2020
Ancien cours objectif	261 DH

MUTANDIS

Secteur	DISTRIBUTION
Reuters	MUT.CS
Bloomberg	MUT MC

273 DH

Actuel	206 DH
Potentiel	33%
Horizon	12 Mois

UNE RÉSILIENCE AVÉRÉE..., NON ENCORE INTÉGRÉE AU NIVEAU DU TITRE

Un premier semestre rassurant..., sous le signe de la stabilité

Dans un contexte inédit de crise sanitaire, marqué par un confinement strict de la population sur 90 jours, Mutandis affiche des réalisations semestrielles 2020 rassurantes. Il s'agit d'un CA quasi-stable à 683 MDH et un EBE de 105 MDH en légère baisse de -1%.

Tenant compte de notre propre scénario sur l'année 2020, nous anticipons une légère hausse du CA de 1,1% contre une quasi-stagnation de l'EBE. À compter de 2021, les différentes activités du Groupe devraient renouer avec un rythme de croissance normatif permettant au CA et à l'EBE consolidés d'afficher des TCAM plus soutenus de 6,3% et de 8,9% respectivement.

Sur la base de sa structure des coûts, la capacité bénéficiaire de Mutandis devrait franchir le cap des 100 MDH au terme de la période 2020-2022, soit un TCAM cible du RNPG de 15,2%.

Une diversification des activités soutenant la résilience des résultats...

La diversification du portefeuille activités de Mutandis trouve tout son sens aujourd'hui. En effet, le Groupe affiche une bonne résilience en 2020 tout en maintenant des perspectives positives sur le MT. Il s'agit de deux activités phares qui contribuent à 80% dans l'EBE consolidé :

- (1) L'activité **Détergent** qui pèse 52% dans l'EBE affiche un profil de croissance de 7,5% sur le MT tout en ayant une forte capacité à générer du cash. À terme, cette activité est soutenue par des leviers structurels tels que : le changement des habitudes de consommation, la pyramide des âges au Maroc et l'extension du réseau de distribution ;
- (2) L'activité **Produits de la Mer** qui pèse 28% dans l'EBE, offre un meilleur potentiel en termes d'amélioration des marges avec un risque relativement élevé en raison de sa cyclicité. Dans ce sens, nous croyons que l'opérateur devrait bénéficier d'un intérêt croissant des marchés internationaux pour la conserve de poissons pélagiques. Le relèvement des ventes vers l'UE et les USA justifierait à terme, l'amélioration des marges de cette activité.

... et permettant au titre Mutandis de profiter de la baisse du coût du capital

À l'image des valeurs résilientes sur le marché Actions, le titre Mutandis devrait profiter à son tour de la baisse technique de son coût du capital. Sous l'effet de la tendance baissière des taux souverains au Maroc, le WACC pondéré des activités de l'opérateur passerait de 8,4% en 2018 à 7,9% en 2020. Tenant compte de notre scénario de croissance, nous ressortons avec un cours objectif de 273 DH offrant un potentiel de hausse en Bourse de 33%.

MUTANDIS : RÉALISATIONS 2019 VS. PRÉVISIONS AGR SUR LA PÉRIODE 20E-21E

EN MDH	2019	2020E	2021E	VAR 19-20E	VAR 20E-21E
CA consolidé	1.462	1.477	1.567	+1,1%	+6,0%
EBE	228	227	248	-0,2%	+9,0%
Marge EBE	15,6%	15,4%	15,8%	-0,2 pt	+0,4 pt
RNPG récurrent	82	76	88	-6,8%	+15,1%
Marge nette	5,6%	5,2%	5,6%	-0,4 pt	+0,4 pt
RNPG affiché*	82	68	88	-16,5%	+28,3%
DPA (DH)	8,5	8,5	9,0	-	+5,9%
D/Y (Cours 209 DH)	4,1%	4,1%	4,3%	-	+0,2 pt

* Y compris 10 MDH de dons au fonds Covid-19

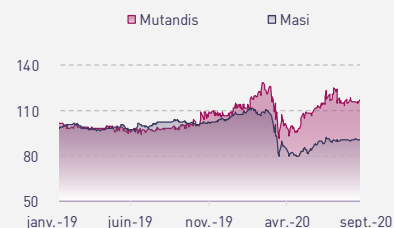
Omar Cherkaoui

Associate
+212 522 49 14 82
o.cherkaoui@attijari.ma

Taha Jaidi

Directeur Stratégie
+212 529 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
Mutandis	-4,8	-0,2	13,7
MASI	0,3	0,1	-12,6

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
Mutandis	0,4	1,9	2,3
MASI	52	94	143

Capitalisation	Au 04/09/2020
En MDH	1.647
En M\$	180

Cours arrêtés au 04/09/2020

Sources : CP Mutandis, Calculs & Estimations AGR



Un profil de croissance intéressant de l'EBE sur la période 2020-2022

La résilience du business modèle de Mutandis repose sur une diversification intéressante de ses activités à travers des profils risque distincts. À partir de 2021, l'activité devrait revenir à une croissance normative à travers une croissance annuelle moyenne de l'EBE de 8,9%.

Détergents : Un développement remarquable des marques propres

Au titre du S1-20, l'activité Détergents a progressé de 10% profitant d'un engouement des ménages pour les marques propres du Groupe. Il s'agit essentiellement de l'eau de javel en raison du contexte sanitaire. Selon nous, ce segment devrait poursuivre sa dynamique sur la période 2020-2022 grâce au fort positionnement des marques propres du Groupe et à un effet volume suite à l'élargissement continu du réseau de distribution.

Cette bonne orientation de l'activité Détergents devrait être accompagnée par une hausse de l'EBE de 10,2% en moyenne annuelle durant la période 2020-2022, soit une marge de 18,6%.

Produits de la Mer : Une amélioration progressive de la profitabilité

En dépit d'un premier trimestre 2020 moins favorable marqué par l'arrêt partiel de la pêche côtière traditionnelle, l'activité Produits de la Mer clôture le semestre sur une croissance de son CA de 6,0%. Cette performance s'explique par un effet mix-produit favorable couplé à une hausse des ventes des produits accessoires sur cette période.

Tenant compte de notre scénario, l'EBE de cette activité afficherait un TCAM de 7,8% sur la période 2020-2022. Celui-ci profiterait d'un effet rattrapage à compter de 2021 après une année 2020 perturbée par les effets du confinement sur la pêche traditionnelle ainsi que l'arrêt temporaire de l'activité de certaines usines par les autorités en raison de la pandémie du Covid-19.

Bouteilles Alimentaires : Vers une normalisation des résultats post-confinement

Marqué par l'arrêt de l'activité de la plupart des CHR* au cours du S1-20, le segment Bouteilles Alimentaires a vu ses volumes se déprécier de -20%. Néanmoins, cette activité devrait afficher une reprise à compter de 2021 bénéficiant du redémarrage progressif de l'économie marocaine post-confinement.

Selon nos projections, l'EBE de cette activité afficherait un TCAM de 6,0% sur la période 2020-2022.

Jus de Fruits : Une activité non encore significative dans les résultats consolidés

L'activité Jus de Fruits a connu une baisse de -4,0% de son chiffre d'affaires au S1-20, en lien avec l'arrêt de l'activité des CHR*. Celle-ci devrait terminer l'année sur une croissance négative de son chiffre d'affaires de -5,0%. Néanmoins, ce repli ne devrait pas avoir un impact significatif sur les résultats du Groupe.

Rappelons que le segment Jus de Fruits pèse moins de 5,0% dans le CA et l'EBE consolidés. Cette activité constitue un relais de croissance sur le LT et devrait poursuivre durant la période 2021-2022 le processus de normalisation de ses marges.

MUTANDIS : CROISSANCE DU CA ET DE L'EBE DU PORTEFEUILLE ACTIVITÉS

EN MDH	2019R	2020E	2021E	2022E
CA consolidé	1.462	1.477	1.567	1.670
Variation	+6,8%	+1,1%	+6,0%	+6,6%
Détergents	+13,9%	+8,0%	+7,0%	+8,0%
Produits de la Mer	+1,7%	+4,0%	+4,8%	+5,0%
Bouteilles Alimentaires	-1,7%	-23,0%	+5,0%	+5,0%
Jus de Fruits	+19,4%	-5,0%	+9,0%	+9,0%
EBE Consolidé	228	227	248	269
Variation	+11,7%	-0,2%	9,0%	+8,8%
Marge EBE consolidée	15,6%	15,4%	15,8%	16,1%

Une amélioration continue du multiple VE/EBE sur la période 2020-2022

L'EBE constitue selon nous, le principal indicateur à suivre pour Mutandis. Celui-ci évaluerait au mieux la capacité du Management à déployer ses stratégies de développement au niveau de chaque activité et par conséquent, favoriser la création de valeur pour l'Actionnaire.

La reprise progressive de l'activité économique au Maroc soutiendrait un niveau de croissance de l'EBE autour des 8,9% par an durant la période 2020-2022. Cette évolution impliquerait une amélioration du multiple VE/EBE de plus de 16%, passant de 8,9x à 7,5x au terme de la même période. Un niveau de valorisation qui affiche une décote de 25% par rapport au marché Actions soit un VE/EBE de 10,0x.

Un positionnement intéressant en termes de rendement de dividende

La résilience du Groupe face à la crise sanitaire s'est reflétée à travers la préservation de sa politique de distribution. Au titre de l'exercice 2019, Mutandis est parmi les rares sociétés en Bourse ayant relevé son DPA de 13% à 8,5 DH. Il s'agit d'un D/Y 2019 de 4,1% contre 3,0% pour le marché Actions.

Sur la base du cours actuel, nous croyons que le titre Mutandis est en mesure de surperformer le rendement de dividende moyen du marché, au moins sur la période 2020-2021.

Une baisse sensible du coût du capital, non encore intégrée dans le cours

La capacité de Mutandis de défendre à la fois ses résultats opérationnels et ses remontées de dividende à l'Actionnaire, lui permettront de profiter pleinement de la baisse tendancielle du coût du capital observée sur le marché boursier marocain.

Le repli sensible des rendements des Taux souverains sur le marché marocain conjugué au profil résilient du Groupe, ont impliqué une baisse technique de son coût du capital. Ce dernier a reculé de 50 PBS durant la période 2018-2020, passant de 8,4% à 7,9%.

Selon nous, cet effet coût du capital n'est pas encore intégré au niveau du cours du titre en Bourse et constitue par conséquent, un point d'assurance pour les investisseurs.

Synthèse de notre valorisation fondamentale

Notre valorisation du titre Mutandis repose sur la méthode des DCF « somme des parties ». Au terme de cet exercice, nous ressortons avec une valeur nette des Fonds Propres de 2.184 MDH équivalent à un cours par Action de 273 DH.

Les Détergents et les Produits de la Mer représentent 83% de la VE agrégée des activités du Groupe. L'activité Bouteilles Alimentaires pour sa part contribue à hauteur de 15% à la VE contre 2% pour l'activité Jus de Fruits.

SYNTHÈSE DES PARAMÈTRES DE VALORISATION DU GROUPE MUTANDIS PAR ACTIVITÉ

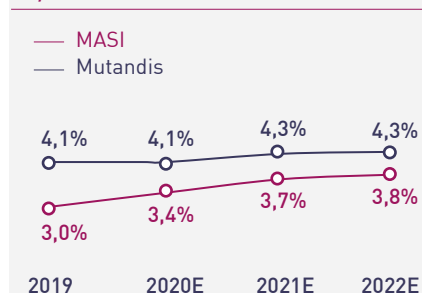
ACTIVITÉS	POIDS DANS L'EBE	MARGE EBE 20-22E	TCAM EBE 20-22E	FCF/CA	BETA BENCHMARK	TA* RETENU
DÉTERGENTS	52%	18,2%	10,2%	11,0%	1,09	7,8%
PRODUITS DE LA	28%	13,0%	7,8%	9,7%	1,20	8,5%
BOUTEILLES	17%	22,3%	6,0%	15,3%	1,00	7,4%
JUS DE FRUITS	3%	13,3%	11,5%	2,2%	-	10,0%

*Taux d'actualisation (WACC / KCP)

MUTANDIS : MULTIPLE VE/EBE (x)



D/Y : TITRE MUTANDIS Vs. MASI



MUTANDIS : CALCUL DU WACC

	2018	2020	Var PBS
BDT 10y	3,1%	2,4%	-70
Beta	1,20	1,11	-9
PDR Actions	6,0%	6,7%	+70
Coût des CP	10,3%	9,8%	-50
Coût de la Dette*	4,1%	3,5%	-60
WACC	8,4%	7,9%	-50

*Après impôts

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma
Casablanca

MANAGER

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni
+212 5 29 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Omar Cherkaoui
+212 5 22 49 14 82
o.cherkaoui@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou
+212 5 29 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma
Casablanca

MANAGER

Maria Iraqui
+212 5 29 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 22 49 14 82
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

Inès Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam
+237 233 43 14 46
j.ouakam@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba
+225 20 21 98 26
jean-jacques.birba@sib.ci
Abidjan

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui
+212 5 29 03 68 27
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria
+212 5 29 03 68 48
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares
+212 5 29 03 68 34
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa
+212 5 29 03 68 21
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya
+212 5 29 03 68 15
a.yahya@attijari.ma

BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari
+212 5 22 49 59 57
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine
+212 5 22 49 59 52
s.mohcine@wafabourse.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 07 80 68 68
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 10 89 00
trad.@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou
+237 2 33 43 14 46
y.ntchoumou@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mehdi Mabkhout
+212 5 22 42 87 22
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 09
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni
+212 5 22 42 87 74
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune
+212 5 22 42 87 07
d.tahoune@attijariwafa.com

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+202 27 97 04 80
ahmed.darwish@barclays.com

TUNISIE

Abdelkader Trad
+216 71 80 29 22
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian
+971 0 43 77 03 00
sbahaderian@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Youssef Hansali
+241 01 77 72 42
youssef.hansali@ugb-banque.com

AVERTISSEMENT

RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exhaustivité ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

