

CONSERVER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	25/12/2019
Ancien cours objectif	1.778 DH

CIMAR

Secteur	CIMENT
Reuters	SCM.CS
Bloomberg	CMA MC

1.490 DH

Actuel	1.474 DH
Potentiel	+1%
Horizon	12 Mois

UNE RÉSILIENCE APPRÉCIABLE DU DIVIDENDE

Une nette amélioration des PDM suite à l'acquisition de Cimsud

En dépit d'un contexte sectoriel défavorable, CIMAR arrive à surperformer son marché au terme du S1-20. L'opérateur affiche des volumes de vente de ciment en repli de -7,1% contre -17,8% pour le secteur. Selon la maison mère Heidelberg Cement, l'acquisition en mai 2020 de Cimsud par CIMAR aurait permis une nette amélioration de sa PDM. Acquis à un prix autour des 280 MDH, Cimsud exploite une unité de broyage à Laâyoune dotée d'une capacité annuelle de production de 500 KT.

Le CA consolidé s'établit à 1.696 MDH au S1-20 en repli de -16,9% compte tenu d'un double effet négatif *prix/volume*. Comme nous l'avons souligné au niveau de notre rapport ([Cf. Covid-19 : Des lueurs d'espoir au bout du tunnel](#)), l'opérateur affiche une bonne dynamique de ses exportations de Clinker, permettant ainsi d'atténuer la baisse des ventes au niveau national. En termes de profitabilité, nous relevons une baisse de la marge opérationnelle de -4,6 pts à 31,0% à fin juin 2020. Cette contre-performance serait attribuée à la baisse des prix de vente sur le marché local. Au final, le RN récurrent réajusté de la contribution de 100 MDH au fonds spécial Covid-19, affiche un repli limité de -11,4% à environ 500 MDH.

Une politique de dividende stable, soutenue par un Bilan désendetté

Depuis 2010, CIMAR adopte une politique de distribution régulière à travers une hausse du DPA de 5 DH minimum par an. Au titre de 2019, le Groupe a surpris le marché en offrant un DPA de 100 DH dont 15 DH exceptionnel. Il s'agit d'une hausse de 17,6% par rapport à 2018 dans un contexte où plusieurs sociétés cotées ont renoncé à toute distribution de dividende.

Le désendettement du Bilan, la solidité des marges et la communication du Management nous rassurent quant à la soutenabilité de cette politique de dividende sur le MT.

Un titre à conserver, grâce à la résilience de son niveau de rendement

Selon nous, CIMAR est parmi les valeurs résilientes en termes de rendement de dividende. Il s'agit d'un D/Y moyen cible de près de 5,8% sur la période 2020-2022 financé partiellement par une trésorerie récurrente excédentaire de plus de 2,0 MMDH. Sur la base de la méthode des DDM et d'un coût des fonds propres de 9,2%, le cours cible du titre s'établit à 1.490 DH. Par conséquent, nous recommandons de CONSERVER le titre dans les portefeuilles.

CIMAR : RÉALISATIONS S1-20 Vs. PRÉVISIONS AGR 2020E

EN MDH	S1-19	S1-20	VAR	2020E	VAR 19-20E
Chiffre d'affaires	2.041	1.696	-16,9%	3.517	-12,0%
REX	727	526	-27,6%	1.169	-21,0%
Marge opérationnelle	35,6%	31,0%	-4,6 pts	33,2%	-3,8 pts
Résultat net consolidé	510	194	-62,0%	742	-30,4%
Marge nette	25,0%	11,4%	-13,6 pts	21,1%	-5,5 pts
Résultat net récurrent ⁽¹⁾	563	499	-11,4%	811	-23,9%
Marge nette	27,6%	29,4%	+1,8 pts	23,1%	-3,5 pts
DPA ordinaire (DH)				85	0,0%
D/Y				5,8%	

(1) Hors éléments exceptionnels dont le don de 100 MDH au fonds Covid-19

Maria IRAQI

Manager
+212 529 03 68 01
m.iraqui@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
Cimar	-0,3	0,3	-12,5
MASI	-1,6	-2,3	-12,0

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
Cimar	1,2	1,1	7,8
MASI	52	58	142

Capitalisation	Au 23/09/2020
En MDH	21.279
En M\$	2.313

Cours arrêtés au 23/09/2019

Révision de notre scénario de croissance des ventes de ciment au Maroc

Lors de notre rapport publié en date du 22 avril 2020 (Cf. [Covid-19: Des lueurs d'espoir au bout du tunnel](#)), nous avons prévu une baisse de la consommation nationale du ciment de l'ordre de -20,0% en 2020. Ce scénario conservateur prenait en considération l'arrêt quasi-général de plusieurs chantiers immobiliers conjugué aux contraintes d'approvisionnement en matériaux de construction.

À fin août 2020, les ventes de ciment du marché national affichent une baisse de -15,9%. À cet effet, nous avons procédé à la révision de nos prévisions pour l'année 2020. Celles-ci s'appuient désormais sur une consommation moyenne mensuelle aux alentours de 1,1 MT. Il s'agit d'une baisse glissante de -7,9% au T3-20 et de -3,1% au T4-20. Pour l'année 2020, nous anticipons un recul de -11,7% des ventes de ciment par rapport à 2019 contre -20,0% initialement.

En 2021, nous anticipons une reprise des ventes de ciment de l'ordre de 7,9% à 12,9 MT. Ce scénario demeure tout de même prudent dans la mesure où la moyenne observée durant la période 2016-2019 s'élève à 13,7 MT.

Un D/Y cible autour des 6,0%, l'un des plus élevés de la cote

Grâce à la solidité de son Bilan, CIMAR serait en mesure de traverser cette phase baissière de la consommation nationale du ciment sans pour autant réviser sa politique de dividende. Tenant compte d'une trésorerie de 2,6 MMDH en 2019, équivalente à 2,6 années de bénéfices, CIMAR dispose d'une capacité indéniable pour maintenir son DPA au dessus des 80 DH et ce, durant les trois prochains exercices.

Dans ces conditions, le titre CIMAR offre un rendement de dividende attractif sur la période 2020-2022, soit une moyenne de 5,8%. Il s'agit de l'un des meilleurs spreads de rendement sur le marché financier marocain à savoir : +220 PBS par rapport au MASI et +371 PBS par rapport aux BDT 5 ans.

Synthèse de notre valorisation fondamentale

Pour la valorisation du titre CIMAR, nous avons opté pour la méthode DDM. Celle-ci nous paraît la plus pertinente en raison de la résilience de la politique de dividende de l'opérateur.

Afin de mener à bien cet exercice, nous avons retenu un DPA ordinaire stable à 85 DH sur la période 2020-2022 et une moyenne de 80 DH au-delà. Le coût des fonds propres s'élève à 9,2% et tient compte d'un taux sans risque de 2,45%, d'un beta du titre de 1,1 et enfin d'une prime de risque par sondage de 6,1%.

Dans ce contexte, la valeur des fonds propres de CIMAR ressort à 21.526 MDH, soit un cours cible par Action de 1.490 DH. Au final, nous recommandons de CONSERVER le titre CIMAR grâce à sa solide capacité de rémunérer ses Actionnaires via les remontées de dividende.

SCÉNARIO CONSOMMATION CIMENT (MT)



COMPARATIF DE RENDEMENT



CIMAR : CALCUL DU COÛT DES FP

	2018	2020	Var PBS
BDT 10y	3,1%	2,4%	-70
Beta	1,14	1,10	-4
PDR Actions	6,0%	6,1%	+10
Coût des CP	9,9%	9,2%	-70

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 pourra 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.

