

CONSERVER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	24/02/2020
Ancien cours objectif	2.340 DH

SMI

Secteur	Mines
Reuters	SMI.CS
Bloomberg	SMI MC

2.500 DH

Actuel	2.335 DH
Potentiel	+7%
Horizon	12 Mois

SMI : CONCRÉTISATION DE NOTRE PARI D'INVESTISSEMENT

Argent métal, une thématique d'investissement gagnante en 2020

L'accélération haussière de l'Argent depuis mi-mars 2020 de 90% a suscité un vif intérêt chez les gérants de fonds à l'international. En effet, les niveaux de cours actuels de ce métal seraient soutenus par des facteurs fondamentaux solides. Il s'agit du potentiel de rattrapage du cours de l'Argent par rapport à l'Or, de la baisse tendancielle de l'Offre minière du métal gris et enfin, de l'activation de la planche à billet par les grandes banques centrales impliquant une dépréciation de la valeur de la monnaie [\[Cf. L'Argent métal : Vers un nouveau super-cycle haussier ?\]](#).

SMI, une capacité intrinsèque à surperformer l'Argent métal

Faisant partie du TOP 10 mondial des mines argentifères, la SMI est parmi les rares minières mono-métal qui disposent d'un cash-cost compétitif, soit autour des 8,0 \$/Oz. La soutenabilité des niveaux de cours actuels de l'Argent couplée à la stabilité des volumes de production de la SMI, permettraient à l'opérateur de bénéficier d'un effet *marge/coût variable* considérable.

Avec une production normative de 180 T, nous relevons que pour chaque dollar supplémentaire au niveau du prix de l'Argent, la capacité bénéficiaire de l'opérateur s'apprécierait de +30 MDH sur une année pleine, soit 30,0% par rapport au RN de 2019. Cette forte sensibilité est soutenue par le profil désendetté de la SMI.

Une révision « prudente » de nos prévisions de croissance 2020-2021

Tenant compte de la forte volatilité de l'Argent et dans l'attente de la confirmation de son cycle haussier, nous avons procédé à une révision « prudente » de nos prévisions de croissance pour la période 2020-2021 [\[Cf. AGR Book Afrique\]](#):

- Une croissance du CA en 2020 de 12,8% sur la base d'un cours moyen de vente de 19,4 \$/Oz. En 2021, la progression du CA s'établirait à 16,5% tenant compte d'un cours moyen de vente de 22,0 \$/Oz contre un prix spot autour des 27,0\$/Oz actuellement ;
- Une croissance du RN en 2020 de 56,0% à 142 MDH contre 159 MDH initialement prévu en raison de la baisse attendue de la production. En 2021, le RN se situerait à 204 MDH en hausse de 43,6% par rapport à 2020 porté par un effet prix relatif à l'Argent métal.

SMI : ACTUALISATION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE SUR LA PÉRIODE 2020E-2021E

EN MDH	2019	2020E	2021E	VAR 19-20E	VAR 20E-21E
CA ancien	852	1.128	1.240	+32,5%	+9,9%
CA nouveau	-	961	1.119	+12,8%	+16,5%
EBE ancien	388	495	553	+27,6%	+11,7%
EBE nouveau	-	483	587	+24,4%	+21,5%
Marge EBE ancien	45,6%	43,9%	44,6%	-1,7 pts	+0,7 pt
Marge EBE nouveau	-	50,3%	52,4%	+4,7 pts	+2,1 pts
RNPG ancien	91	159	201	+74,7%	+26,4%
RNPG nouveau	-	142	204	+56,0%	+43,6%
DPA (DH)	0,0	60,0	100,0	-	+67,0%
D/Y (%)	0,0	2,6	4,3	+2,6 pts	+2,3 pts
VE/EBE (x)	6,7	7,8	6,4	-	-

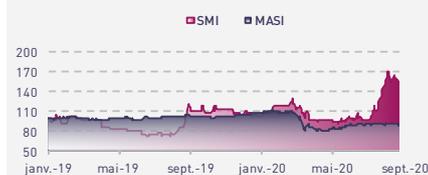
Lamyae OUDGHIRI

Manager
+212 529 03 68 18
L.oudghiri@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
SMI	-8,2	47,3	37,4
MASI	-2,0	-2,9	-12,7

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
SMI	1,0	1,0	0,6
MASI	57	74	143

Capitalisation	Au 18/09/2020
En MDH	3.841
En M\$	418

Cours arrêtés au 18/09/2020

Vers une normalisation de la production à compter de 2021

L'activité Argent est considérée comme une activité mature de la SMI permettant une forte génération du cash-flow. En raison du vieillissement du gisement d'Imiter, le principal objectif du Management est la préservation des niveaux de rentabilité de la mine à travers :

- (1) la stabilisation de la production annuelle autour des 180 T afin de maîtriser le niveau de cash-cost en dessous des 9,0 \$/Oz ;
- (2) Le maintien d'un niveau de CAPEX moyen autour des 180 MDH afin de renouveler la durée de vie de la mine (estimée à plus de 16 ans).

Par mesure de prudence, nous retenons une production annuelle de 160 T en dessous du niveau normatif et ce, en raison des effets négatifs de la crise sanitaire.

Une forte sensibilité des profits face à la reprise du cours de l'Argent

Tenant compte d'un cash-cost de 8,6 \$/oz, d'un effort d'investissement maîtrisable et d'une structure financière désendettée, la SMI est en mesure de surperformer la forte reprise des cours de l'Argent.

Afin d'en attester, le tableau ci-joint expose la sensibilité de l'EBE et du RN face à 3 scénarii de cours de l'Argent en 2021. Ainsi, pour une augmentation du cours moyen de l'Argent de 20 \$/Oz à 27 \$/Oz (soit de +35%), le RN progresserait de plus de 3 fois, passant de 126 MDH à 400 MDH.

Le retour au dividende en 2020..., un scénario crédible

Après une année 2018 déficitaire marquée par la dégradation de la teneur d'Imiter, l'Actionnaire a décidé de renoncer à la distribution du dividende au titre des exercices 2018 et 2019. L'objectif étant de renforcer les fonds propres de la SMI.

Compte tenu des besoins de financement de la maison mère Managem pour le développement de ses nouveaux projets miniers, la SMI devrait en toute logique renouer avec sa politique de distribution historique. Sur la base d'un payout normatif de 60%, le DPA devrait ainsi progresser de 87 DH en 2017 à 100 DH en 2021, soit un D/Y cible supérieur à 4,0%.

Une révision de notre cours objectif à 2.500 DH

Notre valorisation du titre SMI repose sur la méthode des DCF. Au terme de cette actualisation, nous aboutissons à une valeur des Capitaux Propres de 4.137 MDH, équivalente à un cours cible par Action de 2.500 DH.

Le passage de l'Argent d'un niveau de cours moyen de 16,0 \$/Oz en 2019 à plus de 20,0 \$/Oz sur la période 2020-2022 porterait l'EBE et les FCF de la SMI de respectivement 28,8% et 53,9%. Parallèlement, le titre profiterait d'une amélioration visible de ses niveaux de valorisation cibles au terme de cette période, soit un VE/EBE de 6,0x et un P/E de 16,8x.

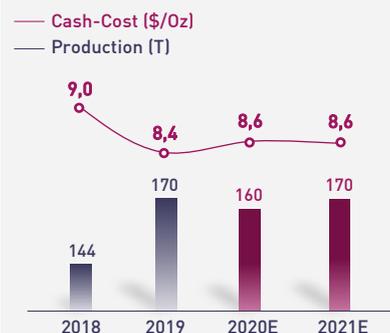
INDICATEURS (MDH)	2019	2020E	2021E	2022E
EBE	388	483	587	622
Marge d'EBE	45,6%	50,3%	52,4%	52,5%
CAPEX	274	180	180	180
%CA	32,2%	18,7%	16,1%	15,2%
BFR	228	250	280	284
%CA	26,8%	26,0%	25,0%	24,0%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	-4	241	317	371
Marge FCF	-	25,1%	28,3%	31,3%
P/E (X)	28,3	27,0	18,8	16,8
VE/EBE (X)	6,7	7,8	6,4	6,0

Tenant compte d'un Bilan désendetté, nous avons retenu un taux d'actualisation de 10,8%. Ce dernier tient compte d'un taux sans risque de 2,5% (BDT 10y), d'une PDR Actions de 6,7% calculée selon la méthode du sondage et enfin, d'un bêta ajusté de 1,24 sur la base de la méthode des comparables. Celui-ci reflèterait le profil risque d'une minière mono-produit.

Le taux de croissance à l'infini est limité à 2,0%, permettant d'aboutir à un poids correct de la Valeur Terminale dans la VE, soit de 45,0%.

Au final, nous relevons notre cours objectif à 2.500 DH contre 2.340 DH initialement. À cet effet, nous recommandons de CONSERVER le titre SMI dans les portefeuilles.

SMI : PRODUCTION VS CASH-COST



SMI : SENSIBILITÉ DES RÉSULTATS (MDH)

SCÉNARIO CENTRAL

ARGENT (\$/OZ)	20	22	24	27
EBE cible 21E	485	587	688	841
RN cible 21E	126	204	282	400
P/E cible 21E	30,4x	18,8x	13,6x	9,5x

SMI : COURS DE VENTE ARGENT (\$/OZ)



SMI : CALCUL DU COÛT DES FP

KCP	
Croissance à LT	2,0%
BDT 10 ans	2,5%
Prime de risque	6,7%
Bêta	1,24
COÛT DES FP	10,8%

SMI MINES | MAROC |

BLOOMBERG: SMI MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
CA Publié	7,2%	1,6%	-39,7%	25,6%	12,8%	16,5%	5,9%
EBE Ajusté	13,9%	3,1%	-75,4%	182,1%	24,4%	21,5%	6,0%
REX	18,9%	-3,0%	NS	NS	79,1%	48,7%	10,8%
Résultat Net	28,7%	-18,4%	NS	NS	56,0%	43,6%	11,7%
DPA	-31,8%	-42,0%	NS	NS	NS	66,7%	20,0%
Profitabilité / Rentabilité	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Marge EBE	49,0%	49,7%	20,3%	45,6%	50,3%	52,4%	52,5%
Marge Opérationnelle	30,2%	28,9%	NS	13,2%	21,0%	26,8%	28,1%
Taux d'IS Apparent	18,5%	18,3%	NS	4,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Marge Nette	26,5%	21,2%	NS	10,9%	14,1%	16,2%	19,2%
ROE	20,5%	16,9%	NS	7,7%	10,7%	14,2%	15,2%
Payout	84,2%	59,9%	0,0%	0,0%	69,4%	80,6%	86,6%
P&L (MDH)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
CA Publié	1 107	1 125	678	852	961	1 119	1 185
EBE	542	559	138	388	483	587	622
DAM	208	234	288	276	281	287	290
REX	335	325	-150	113	202	300	332
Impôt	67	54	3	4	36	51	57
Résultat Net	293	239	-179	91	142	204	228
Bilan (MDH)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Capitaux Propres	1 426	1 418	1 096	1 187	1 330	1 435	1 499
BFR	660	564	201	228	250	280	284
Endettement Net	26	17	1	21	-52	-79	-98
Gearing (%)	1,8%	1,2%	0,1%	1,8%	-3,9%	-5,5%	-6,5%
Flux de Trésorerie (MDH)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Variation BFR	-50	-96	-363	114	22	30	5
CAPEX récurrent	257	310	311	274	180	180	180
Taux d'IS normatif	18%	18%	18%	20%	20%	20%	20%
Free cash-flow	290	257	160	-20	241	317	371
Dividendes (n-1)	362	247	143	0	0	99	165
Multiples de valorisation	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/E (x)	15,7	20,7	NS	28,3	27,0	18,8	16,8
D/Y (%)	5,4%	2,9%	0,0%	0,0%	2,6%	4,3%	5,1%
P/B (x)	3,2	3,5	2,3	2,2	2,9	2,7	2,6
VE/EBE (x)	8,5	8,9	18,4	6,7	7,8	6,4	6,0
VE/CA (x)	4,2	4,4	3,7	3,1	3,9	3,4	3,2
Données par Action (DH)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Cours fin de période	2 800	3 000	1 535	1 568	2 335	2 335	2 335
BPA	178	145	-109	55	86	124	139
DPA	150	87	0	0	60	100	120
ANA	867	862	666	722	808	872	911

Cours arrêtés au 18/09/2020.

Sources : BLOOMBERG, Calculs et Estimations AGR

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 ECONOMIE

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.f@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou
+237 2 33 43 14 46
n.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 Darwich
+202 27 97 04 80
ahmed.darwich@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 ses 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'exactitude 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.

