

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	24/02/2021
Ancien cours objectif	273 DH

MUTANDIS

Secteur	AGROALIMENTAIRE
Reuters	MUT.CS
Bloomberg	MUT MC

273 DH

Actuel	235 DH
Potentiel	+16%
Horizon	12 Mois

MUTANDIS : LE FRANCHISSEMENT D'UN NOUVEAU PALIER EN TERMES DE BÉNÉFICES

Le Groupe Mutandis, spécialisé dans les biens de consommation des ménages, a concrétisé sa première opération de croissance externe et ce, depuis son IPO en 2018. Il s'agit de l'acquisition de la société Season, considérée comme la marque de référence de Sardine « premium » aux USA.

Une opération qui serait réalisée essentiellement via la Dette (autour des 400 MDH) sachant que le prix final n'est pas encore arrêté. Sur la base de ce scénario, les multiples 2021 induits seraient entre 6,0 et 7,0x pour l'EBE et entre 8,0 et 9,0x pour le RN. En effet, Season est une société désendettée qui projette un CA de 480 MDH et un RN autour des 45 MDH en 2021.

En marge de nos échanges avec le Management et tenant compte de notre propre analyse, nous croyons que cette opération aura un impact positif sur le parcours boursier du titre Mutandis :

- Cette opération atteste clairement de la marge de manœuvre dont disposent les sociétés Mid-Cap par rapport aux grandes capitalisations en termes d'amélioration de leur capacité bénéficiaire et ce, à travers des opérations de croissance externe ;
- À travers cette acquisition, l'impact net sur la capacité bénéficiaire de Mutandis en 2022E serait selon nous de +45 MDH, passant de 90 MDH à 135 MDH. Il s'agit d'un relèvement du RN de +50% se traduisant positivement sur le P/E 22E du titre. Celui-ci ressortirait à des niveaux historiquement bas de 13,9x (*sur la base du cours du 02 juin 2021*) contre une moyenne de 21,0x observée durant les trois dernières années, soit une décote significative de 34% ;
- Cette opération n'implique pas une dilution des Actionnaires en Bourse. Grâce à la solidité de son Bilan et à sa capacité à générer du cash, Mutandis serait en mesure de financer cette acquisition auprès des grandes banques marocaines ;
- L'activation du levier financier dans le cadre de cette opération n'implique pas selon nous, une détérioration du profil risque de Mutandis. Par conséquent, nous assisterons à une nette amélioration de la rentabilité financière et du taux d'actualisation du titre en Bourse :
 - ⇒ D'une part, le ROE franchirait un nouveau palier à compter de 2022, passant d'une moyenne normative autour des 8,0% pré-acquisition à plus de 11,0% post-acquisition ;
 - ⇒ D'autre part, le WACC du titre évoluerait selon nos calculs de 6,5% à 5,8% profitant d'un nouveau Gearing cible de 45% contre 30% initialement. Ce constat laisse présager une révision technique du cours objectif du titre lors des réévaluations futures.
- En tant qu'opérateur industriel, Mutandis dispose de plusieurs leviers pour créer de la valeur via cette acquisition. Le Groupe devrait bénéficier de la forte notoriété de la marque Season afin de commercialiser de nouveaux produits alimentaires sur le marché américain et ce, au-delà de la conserve de sardines « premium ». Il s'agit notamment des huiles, des câpres, des anchois, des olives.... ;
- Au final, cette opération conforte notre recommandation d'Achat du titre Mutandis qui fait partie de notre thématique d'investissement du « cash-conversion » présentée au début de l'année 2021 (*Cf. Abordez l'année 2021 sous l'angle du cash-conversion*).

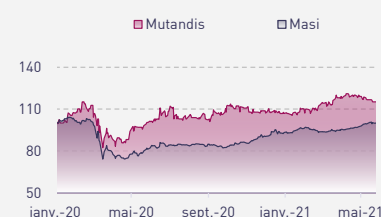
Omar Cherkaoui

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

Maria Iraqui

Manager
+212 529 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
MUTANDIS	-3,3	0,4	14,1
MASI	3,5	7,9	22,5

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
MUTANDIS	1,6	1,7	1,7
MASI	177	125	110

Capitalisation	Au 02/06/2021
En MDH	1.879
En M\$	213

Cours arrêtés au 02/06/2021

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

Ines 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

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

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

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 54 42 98
t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 20 21 98 26
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad
+225 20 21 98 26
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Sammy N.Ekambi
+237 678 43 87 19
s.ekambi@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 24
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

Mahmoud Bahaa
+202 27 97 04 80
mahmoud.bahaa@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'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 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.

