

VENDRE

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	25/01/2021
Ancien cours objectif	240 DH

COSUMAR

Secteur	AGROALIMENTAIRE
Reuters	CSR.CS
Bloomberg	CSR MC

240 DH

Actuel	280 DH
Potentiel	-14%
Horizon	12 Mois

DES RÉALISATIONS CONFORMES AUX ATTENTES... , AJUSTEMENT DE NOS PRÉVISIONS 2021-2022

Des revenus soutenus par la reprise de la consommation « hors foyers »

Au terme du 1^{er} semestre 2021, Cosumar affiche une progression de son CA consolidé de +2,9% à 4.382 MDH portée par la reprise de la consommation « hors foyers » et ce, après l'allègement des restrictions de mobilité sanitaire. Ainsi, les ventes du sucre blanc sur le marché local affichent une croissance de +5,7% sur la même période retrouvant leurs niveaux pré-crise sanitaire. Dans ces conditions, l'opérateur a pu contrebalancer le repli de l'activité export sur le même semestre. L'EBE s'améliore de 7,0% à 976 MDH soutenu par un double effet positif. D'une part, la reprise de la consommation. D'autre part, la bonne tenue des rendements de la campagne sucrière locale à travers une production de 340 KT au S1-21 contre 325 KT au S1-20. Ces réalisations sont en ligne avec notre scénario initial, soit des taux de réalisations annuels de 50% pour le CA et de 49% pour l'EBE et le RNPG (*Cf. AGR Annuel Actions 2020*).

Une activité Export pénalisée par un marché international moins favorable

L'activité Export aurait accusé un repli de -8,2%, passant de 1.386 MDH au S1-20 à 1.272 MDH au S1-21. À l'origine de cette évolution, la baisse des prix de vente du sucre blanc exporté. Selon les statistiques de l'Office des Changes, le prix moyen à l'export s'établirait à 4.118 DH/T au S1-21 contre 4.466 DH/T au S1-20, soit un repli de -7,8%.

Parallèlement, nous constatons une orientation baissière des marges de raffinage à l'échelle internationale. Selon nos calculs, le spread moyen *sucre blanc/sucre brut* a baissé de -13,0%, passant de 101 à 88 \$/T sur la période étudiée.

Un titre qui se traite au-dessus de notre valorisation fondamentale

Depuis notre recommandation d'ACHAT en janvier 2021, le titre Cosumar affiche une performance de 26% dépassant ainsi notre cours fondamental de 240 DH. À date d'aujourd'hui, nous estimons que les perspectives de croissance du Groupe sur le MT sont en grande partie intégrées au niveau de notre valorisation.

Par mesure de prudence et dans l'attente de nouveaux éléments justifiant une révision de notre business plan, nous maintenons notre cours cible inchangé à 240 DH. Tenant compte d'un cours marché de 280 DH, le titre affiche ainsi une prime de valorisation de 14% en Bourse. Celle-ci ne pourrait être compensée à CT par les niveaux de rendement du titre.

Techniquement, notre recommandation vis-à-vis du titre Cosumar passe de ACHETER à VENDRE.

COSUMAR: RÉSULTATS CONSOLIDÉS S1-21 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2021E

EN MDH	S1-2020	S1-2021	VAR	2021E	TR 2021E ⁽²⁾
CA consolidé	4.260	4.382	+2,9%	8.716	50%
EBE	912	976	+7,0%	2.001	49%
Marge EBE	21,4%	22,3%	+0,9 pt	22,7%	-
RNPG ⁽¹⁾	367	477	+30,0%	980	49%
Marge nette	8,6%	10,9%	+2,3 pts	11,5%	-

(1) dont une contribution au fonds spécial Covid-19 de 100 MDH

(2) TR : Taux de réalisation, soit les résultats S1-21 R/Prévisions annuelles 2021E

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
COSUMAR	1,1	2,6	47,4
MASI	3,0	5,6	31,8

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
COSUMAR	6,7	10,1	8,9
MASI	168	138	144

Capitalisation	Au 28/09/2021
En MDH	26 456
En M\$	2.940

Cours arrêtés au 28/09/2021

Une faible campagne sucrière, limant les capacités à l'export en 2021

Compte tenu des conditions moins favorables ayant marqué la récente campagne sucrière, la production locale du sucre blanc est attendue en baisse de -26% à 388 KT en 2021E contre 526 KT une année auparavant. Il s'agit du plus faible niveau observé au cours des sept dernières années. À cet effet, le taux de couverture de la consommation nationale ressortirait autour des 1/3 en 2021E contre une moyenne quinquennale au-dessus des 45%.

Afin de faire face à la Demande domestique en sucre blanc qui s'élève à 1,2 MT, l'essentiel des capacités de la raffinerie sera mobilisé localement. Par conséquent, nous nous attendons à une baisse des volumes exportés de près de -15% passant de 648 KT en 2020 à 550 KT en 2021E.

Projet Durrah, un impact visible sur les bénéfices à compter de 2022

Selon les récentes annonces du Management, la raffinerie Durrah en Arabie Saoudite aurait déjà démarré la production du sucre blanc raffiné au T3-21. Sur la base d'une capacité annuelle de 840 KT, d'une marge de raffinage moyenne de 70 \$/T observée sur le marché international et d'une quote-part de 43% de Cosumar dans ce projet, l'impact sur les bénéfices est estimé selon nous, entre 100 et 120 MDH à compter de 2022. Il s'agit d'une contribution de 12% au RNPG normatif du Groupe.

Pour rappel, le projet Durrah sera intégré dans les comptes consolidés du Groupe Cosumar selon la méthode « mise en équivalence ».

Principaux ajustements de nos prévisions de croissance 2021-2022

Notre exercice de réactualisation des prévisions de croissance du Groupe Cosumar durant la période 2021-2022 fait ressortir les réajustements suivants :

- Une révision à la baisse de la croissance de l'activité export en 2021 en raison de la campagne agricole relativement faible. Néanmoins, le redressement attendu de la consommation nationale limiterait la baisse du CA consolidé du Groupe à -0,6% en 2021E contre +1,0% initialement. En 2022E, nous anticipons une croissance du chiffre d'affaires consolidé de +0,7% ;
- Une baisse de l'EBE consolidé de -1,0% contre 9,3% initialement. Ce réajustement baissier est justifié par le niveau relativement faible de la campagne sucrière conjugué au repli visible de la marge de raffinage sur le marché international. En 2022, l'EBE afficherait une légère reprise de +1,7% à 1.843 MDH ;
- Une progression du RNPG révisée à 13,6% en 2021 contre 21,0% initialement. Ce taux de croissance tient compte de la non récurrence du don Covid de 100 MDH ainsi que de la montée en charge progressive de la production de la raffinerie Durrah. Celle-ci devrait atteindre sa vitesse de croisière en termes de production à partir de 2022. À cet effet, le RNPG afficherait une progression soutenue en 2022 de 9,8% dépassant ainsi la barre des 1,0 MMDH.

Dans l'optique d'une nouvelle actualisation de notre business plan, nous restons dans l'attente d'une communication plus détaillée de la part du Management concernant deux projets. Il s'agit de la nouvelle usine de graisse végétale à Casablanca et de l'usine de conditionnement du sucre blanc en Guinée Conakry.

COSUMAR : ACTUALISATION DES PRÉVISIONS AGR 2021E-2022E

EN MDH	2020R	2021E	2022E	VAR 20R-21E	VAR 21E-22E
Ancien CA	8.630	8.716	8.847	+1,0%	+1,5%
Nouveau CA	-	8.581	8.644	-0,6%	+0,7%
Ancien EBE	1.830 ⁽¹⁾	2.001	2.017	+9,3%	+0,8%
Nouveau EBE	-	1.812	1.843	-1,0%	+1,7%
Ancienne Marge EBE	21,3%	23,0%	22,8%	+1,7 pts	-0,2 pt
Nouvelle Marge EBE	-	21,1%	21,3%	-0,2 pt	+0,2 pt
Ancien RNPG	810	980	1.077	+21,0%	+9,9%
Nouveau RNPG	-	920	1.010	+13,6%	+9,8%
Ancien DPA	6,0	9,0	10,0	+50,0%	+11,1%
Nouveau DPA	-	7,0	8,0	+16,7%	+14,3%
D/Y (%)	2,9	2,5	2,9	-	-
P/E (x)	24,5	28,9	25,0	-	-

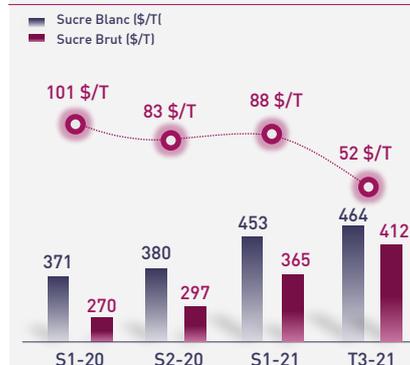
COSUMAR : PRODUCTION SUCRE LOCALE (KT)



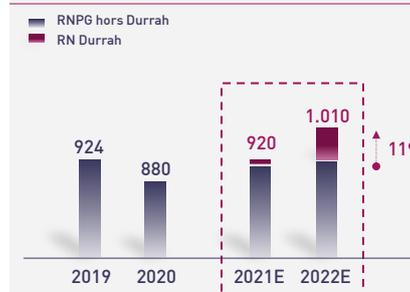
COSUMAR : VOLUME DES EXPORTATIONS (KT)



COSUMAR : MARGE DE RAFFINAGE (\$/T)



IMPACT DURRAH SUR LE RNPG RÉCURRENT



(1) EBE publié, non comparable au mode de calcul des prévisions AGR

Sources : CP Cosumar, Bloomberg, Office des changes, Calculs & 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 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

Felix Dikosso
+237 233 43 14 46
f.dikosso@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, repouser 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.

