

### ACHETER

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

### MUTANDIS

Secteur	AGROALIMENTAIRE
Reuters	MUT.CS
Bloomberg	MUT MC

### 305 DH

Actuel	260 DH
Potentiel	17 %
Horizon	12 Mois

## UNE ANNÉE 2021 DIFFICILE ..., NE REMETTANT PAS EN QUESTION LE MODÈLE DE CROISSANCE

La publication des résultats semestriels 2021 de Mutandis s'opère dans un contexte particulier. D'une part, le Groupe a annoncé il y a quelques mois l'acquisition de la société Season basée aux États-Unis. Celle-ci devrait intégrer le périmètre de consolidation du Groupe à compter du mois d'août. D'autre part, l'envolée des cours des matières premières à l'international continuerait à peser sur les niveaux de marge de l'opérateur durant ce deuxième semestre.

Dans ces conditions, nous avons actualisé nos prévisions de croissance et notre valorisation du titre Mutandis. Au terme de cet exercice, nous ressortons avec les conclusions suivantes :

- Grâce à la diversification de son portefeuille d'activités, Mutandis arrive à stabiliser son niveau de CA à 689 MDH au S1-21. Plus en détails, la bonne performance des activités « Bouteilles Alimentaires » et « Jus de fruit » ont neutralisé le repli ponctuel des activités « Détergents » et « Produits de la Mer » ;
- La baisse de la marge d'EBE de -0,9 pt passant de 15,3% à 14,4% provient essentiellement de la non répercussion de l'envolée des cours des intrants sur les prix de vente de l'opérateur. Cette situation devrait persister durant le S2-21 avant d'espérer un réajustement progressif à compter de 2022. Dans ces conditions, nous avons révisé à la baisse notre scénario initial de l'évolution des marges durant la période 2021-2023 ;
- L'acquisition de la société Season, la marque de référence de Sardine « premium » aux USA, est une étape majeure dans le développement de Mutandis. Durant la période 2022-2023, la société contribuera considérablement aux résultats de Mutandis à travers un CA moyen de 480 MDH, un EBE moyen de 67 MDH et un RN moyen de 54 MDH. Ce dernier représenterait près de 45% des bénéfices récurrents du Groupe sur la période étudiée ;
- L'impact de l'acquisition de Season sur la valorisation du titre Mutandis a été limité par la révision à la baisse des niveaux de marge futurs. Néanmoins, cette opération permettrait à Mutandis de franchir le cap des 130 MDH de bénéfices à horizon 2023 contre une moyenne de 75 MDH depuis l'IPO. Il s'agit d'un relèvement du RNPG de +76% se traduisant positivement sur le multiple de bénéfices du titre. Ce dernier ressortirait à un niveau relativement attractif en 2023, soit de 15,7x contre une référence de 21x pour le marché Actions ;
- Au terme de notre exercice de valorisation selon la méthode des DCF « somme des parties », nous révisons notre cours objectif du titre Mutandis à **305 DH** contre **273 DH** initialement, justifié exclusivement par la nouvelle acquisition de la société Season. Il s'agit d'un potentiel d'appréciation du titre en Bourse de 17% sur un horizon MT. Au final, nous maintenons notre recommandation d'ACHAT du titre.

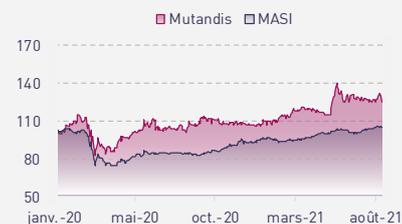
### Omar Cherkaoui

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	1,2	-5,5	19,3
MASI	2,4	3,6	27,7

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
MUTANDIS	2,2	3,7	2,4
MASI	119	180	139

Capitalisation	Au 16/09/2021
En MDH	2.079
En M\$	232

Cours arrêtés au 16/09/2021

## Une résilience des revenus grâce à la diversification du portefeuille activités

Après une baisse sensible de -9,9% durant le T1-21, le chiffre d'affaires consolidé de Mutandis affiche une reprise significative de 11,4% durant le deuxième trimestre de l'année 2021. À cet effet, les revenus semestriels de l'opérateur sont restés quasi-stables à 689 MDH contre 683 MDH une année auparavant. Ces réalisations sont légèrement en dessous de nos estimations initiales 2021 à travers un taux de réalisation de 46% au terme de ce premier semestre.

À l'analyse de l'évolution du CA de l'opérateur au S1-21, nous relevons deux constats majeurs :

- ⇒ Une hausse de 81,2% de l'activité « Bouteilles Alimentaires » tirant profit d'un double effet *prix/volume* en raison de la hausse des cours du PET à l'international et de la reprise de la consommation hors foyer. Pour sa part, l'activité « Jus de Fruit » affiche une progression de 14,6% au S1-21 portée par le repositionnement des deux marques propres du Groupe à savoir Marrakech Pulp et Vitakids ;
- ⇒ Un repli de -12,6% de l'activité « Détergents » en raison d'un effet de base défavorable du fait de la surconsommation de ce type de produits au S1-20. Parallèlement, l'activité « Produits de la Mer » recule de -11,2% traduisant les difficultés d'approvisionnement de la Sardine issue de la région de Laâyoune. Pour rappel, cette région représente près de 50% des approvisionnements en Sardines de Mutandis.

## Une envolée des prix des intrants qui pèse sur les niveaux de marge

Au terme de ce premier semestre, Mutandis affiche un EBE de 99 MDH en baisse de -4,9% par rapport au S1-20. Il s'agit d'une contraction de -0,9 pt de la marge d'EBE à 14,4%. Ces réalisations demeurent inférieures à nos anticipations initiales à travers un taux de réalisation 2021 de 40%.

À l'origine de ce décalage avec nos prévisions, la hausse sans précédent des cours des matières premières à l'international et du coût du transport qui n'a pas pu être répercutée entièrement sur les prix de vente. Selon le Management, les prix des matières premières chimiques utilisées au niveau de l'activité « Détergents » auraient progressé entre 15% et 40%. De leur côté, les prix des emballages cartons et plastiques auraient suivi la même tendance. Enfin, les cours de l'huile de Soja auraient augmenté de 40% également en raison de la faible récolte mondiale. Tenant compte de la poursuite de l'accélération des prix des matières premières à l'international durant le T3-21, la pression sur les marges devrait ainsi persister.

Par ailleurs, force est de constater que la hausse vertigineuse des intrants a été partiellement limitée par la rationalisation de l'opérateur de ses coûts salariaux et de ses dépenses Marketing.

## Une capacité bénéficiaire qui ressort en dessous des prévisions initiales

Le RNPG affiché recule de -16,0% en glissement annuel à 28 MDH au S1 2021. Il s'agit d'un taux de réalisation de 32% par rapport à notre estimation initiale de 86 MDH pour l'ensemble de l'exercice 2021.

À l'origine de cette contreperformance, la dégradation sensible des niveaux de marge dans un contexte marqué par la hausse des cours des intrants conjuguée à l'augmentation du niveau des amortissements de 4,4% en raison des efforts de développement continus du Groupe.

### MUTANDIS : RÉSULTATS CONSOLIDÉS S1-21 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2021

EN MDH	S1 2020	S1 2021	VAR	AGR 21E	TR 2021 <sup>(1)</sup>
CA consolidé	682,7	689,2	+0,9%	1.498	46%
EBE consolidé	104,5	99,4	-4,9%	248	40%
Marge EBE	15,3%	14,4%	-0,9 pt	16,6%	-
RNPG affiché	32,9	27,6	-16,0%	86	32%
Marge nette	4,8%	4,0%	-0,8 pt	5,7%	-

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

Sources : CP Mutandis, Calculs & Estimations AGR



## Prévisions de croissance de la nouvelle filiale « Season »

En date du 30 juillet 2021, Mutandis a procédé à la finalisation de l'acquisition de 100% des parts de la société Season, considérée comme la marque de référence de Sardine « premium » aux États-Unis. Cette société détiendrait des PDM de 25% de la « Sardine » et de 40% de la « Sardine haut de gamme ».

Notre scénario d'évolution des principaux indicateurs de Season se décline comme suit :

- ⇒ Le CA moyen s'établirait autour des 480 MDH sur la période 2022-2023 avec un profil de croissance de 5,0% sur le MT. Celui-ci sera porté par les effets de synergie avec la maison mère notamment en termes d'enrichissement de l'Offre produits. Nous citons à titre d'exemple l'intégration des huiles, des câpres, des anchois et des olives ;
- ⇒ Nous retenons une marge d'EBE moyenne de 14,0% sur la période 2022-2023, équivalente à un niveau moyen de 67 MDH ;
- ⇒ Le RN ressortirait à 54 MDH en moyenne sur la même période, représentant 45% de la capacité bénéficiaire récurrente de Mutandis sur la période 2022-2023. Sur le MT, nous retenons un TCAM autour des 8,0%.

### SEASON : PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES PRINCIPAUX INDICATEURS 2022-2023

EN MDH	MOYENNE 22E-23E	PROFIL CROISSANCE MT	PROFIL CROISSANCE LT
CA	480	+5,0%	+3,0%
EBE	67	+6,0%	+3,0%
Marge EBE	14,0%	-	-
Résultat net	54	+8,0%	+4,0%
Marge nette	11,3%	-	-

## Concrétisation d'un nouveau palier de croissance sur la période 2021-2023

En intégrant la filiale Season à compter du mois d'août 2021, la charge d'intérêt afférente à cette acquisition et l'impact de la hausse des prix des intrants sur les marges, nous avons actualisé nos prévisions de croissance sur la période 2021-2023. Il en ressort les conclusions suivantes :

- ⇒ Le CA de l'opérateur devrait afficher une progression soutenue à travers un TCAM 21-23 de 13,6% pour s'établir à 2.077 MDH en 2023 ;
- ⇒ L'EBE devrait suivre une tendance plus élevée profitant du réajustement haussier des marges. Cet indicateur s'établirait à 321 MDH en 2023, soit un TCAM de 22,7% ;
- ⇒ Profitant d'un effet périmètre positif, le RNPG atteindrait les 132 MDH en 2023 à travers un TCAM 21-23 de 43,2%. Il s'agit d'une marge nette cible de 6,4% à horizon 2023 contre 4,0% en 2021, soit une hausse de 2,4 points.

### MUTANDIS : NOUVELLES PRÉVISIONS DE CROISSANCE AGR 2021-2023

EN MDH	2020R	2021E	2022E	2023E	TCAM 21-23
CA consolidé	1.396	1.611	1.976	2.077	+13,6%
EBE consolidé	225	213	288	321	+22,7%
Marge EBE	16,1%	13,2%	14,6%	15,4%	-
RNPG	68	64	112	132	+43,2%
Marge nette	4,8%	4,0%	5,7%	6,4%	-
DPA (DH)	8,5	8,5	9,0	9,5	+5,7%

## Légère révision haussière du cours objectif à 305 DH

L'actualisation de nos hypothèses de croissance nous a conduit à une révision du cours objectif du titre Mutandis. Cet exercice d'actualisation s'articule autour de deux principaux points :

- ⇒ D'une part, l'intégration de la société Season dans le périmètre de valorisation. Il s'agit d'un impact de 5 mois en 2021 et un impact sur une année pleine à compter de 2022 ;
- ⇒ D'autre part, la pression ponctuelle sur les marges suite à l'envolée des prix des matières premières à l'international. À cet effet, nous avons révisé à la baisse le profil d'évolution de la marge d'EBE de l'opérateur (hors impact de Season) sur la période 2021-2023.

À l'issue de notre valorisation selon la méthode des DCF « somme des parties », nous ressortons avec une Valeur d'Entreprise de Mutandis de 3.135 MDH. Après déduction de l'endettement net, la valeur par Action ressort à 305 DH contre 273 DH initialement. À cet effet, nous maintenons notre recommandation d'ACHAT du titre avec un potentiel d'appréciation en Bourse de 17%.

### SYNTHÈSE : PARAMÈTRES DE VALORISATION DE MUTANDIS PAR ACTIVITÉ

ACTIVITÉS	POIDS DANS L'EBE 21E-23E	MARGE EBE 21E-23E	TCAM EBE 21E-23E	BETA BENCHMARK	TA <sup>(1)</sup> RETENU
Détergents	41%	16,8%	14,8%	0,85	6,5%
Produis de la Mer	19%	10,2%	22,7%	0,92	7,1%
Bouteilles Alimentaires	18%	18,8%	10,1%	1,00	7,2%
Jus de Fruits	3%	10,2%	18,3%	0,90	7,0%
Season	19%	13,8%	7,6%	0,75	5,7%

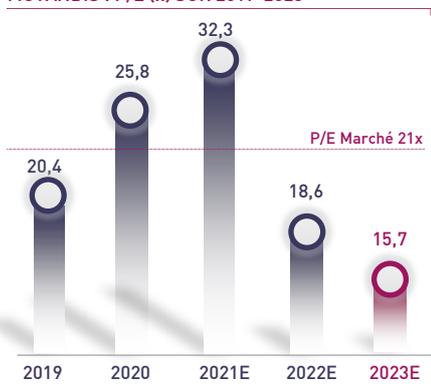
(1) Taux d'actualisation (WACC) tenant compte d'une structure financière cible reposant sur 45% de Dette et 55% de FP

### Une nette amélioration des multiples de valorisation... , sous l'effet Season

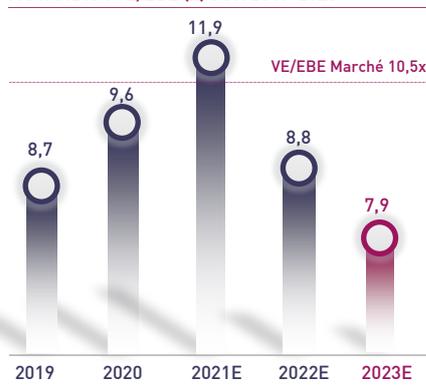
L'acquisition de Season devrait permettre à l'opérateur d'améliorer sensiblement ses indicateurs de profitabilité sur la période 2021-2023. Ceci devrait se refléter positivement sur les multiples de valorisation du titre Mutandis en Bourse :

- ⇒ Sur la base d'une capacité bénéficiaire cible de 132 MDH en 2023, le multiple des bénéfices s'établirait à 15,7x à horizon 2023 contre un niveau normatif de 21x pour le marché Actions. Il s'agit d'une décote de 25% ;
- ⇒ Tenant compte d'un EBE de 321 MDH en 2023, le multiple VE/EBE s'établirait à 7,9x contre une référence de 10,5x pour l'indice MASI. Il s'agit d'une décote de 25%.

MUTANDIS : P/E (x) SUR 2019-2023



MUTANDIS : VE/EBE (x) SUR 2019-2023



## 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.t

### 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.

