

CONSERVER

Ancienne opinion	VENDRE
Date de publication	29/09/2021
Ancien cours objectif	240 DH

COSUMAR

Secteur	AGROALIMENTAIRE
Reuters	CSR.CS
Bloomberg	CSR MC

195 DH

Actuel	205 DH
Potentiel	-5,0%
Horizon	12 Mois

RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE..., DANS UN CONTEXTE DE PRESSIONS SUR LES MARGES

Des revenus en nette progression, portés par l'activité Export

Au terme du 1^{er} semestre 2022, Cosumar affiche une progression de son CA consolidé de +16% à 5.076 MDH portée principalement par l'activité Export. Celle-ci affiche une augmentation de +68%, passant de 1.272 MDH au S1-21 à 2.137 MDH au S1-22. À l'origine de cette évolution, un double effet positif *Prix/Volume*.

Selon les statistiques de l'Office des Changes, le prix de vente à l'export s'établirait à 5.583 DH/T au S1-22 contre 4.118 DH/T au S1-21, soit une hausse de +36%. Parallèlement, les volumes exportés ont affiché une progression de +24%, passant de 309 KT à 383 KT sur la même période. Par rapport à nos prévisions annuelles, le taux de réalisation du CA consolidé ressort à 50%.

Des marges sous pression suite au renchérissement des coûts énergétiques

Contrastant avec les réalisations commerciales positives, l'EBE et le RNPG reculent de -7,5% et de -15,9% respectivement. Dans ces conditions, la marge d'EBE se dégrade de -4,5 pts, passant de 22,3% au S1-21 à 17,8% au S1-22.

Ces évolutions s'expliqueraient par deux facteurs. D'une part, la baisse des volumes produits par les cultures sucrières locales dont la rentabilité est supérieure à l'activité de raffinage. D'autre part, l'envolée du prix du charbon à l'international, principal intrant énergétique consommé par les sucreries. Le cours de ce combustible a plus que triplé passant d'une moyenne de 97,2 \$/T au S1-21 à 316,2 \$/T au S1-22. À noter que cette orientation haussière se poursuit durant le S2-22, à travers un cours au-dessus des 450 \$/T durant le mois de septembre 2022.

Une révision de notre recommandation de VENDRE à CONSERVER

Tenant compte des conditions climatiques moins favorables et du renchérissement de la facture énergétique, nous avons réajusté notre scénario d'évolution des marges sur la période 2022-2023. Par ailleurs, nous maintenons une contribution positive de l'activité Export et du projet Durrah. Techniquement, nous assistons à un relèvement du taux d'actualisation du titre sous l'effet de la hausse de la prime de risque relative aux Actions et des rendements obligataires.

Au final, notre cours objectif du titre Cosumar ressort à **195 DH** contre **240 DH** initialement (*Cf. Research Paper - Cosumar S1-21*). Sur la base du cours actuel en Bourse, nous révisons notre recommandation de **VENDRE** à **CONSERVER**.

COSUMAR : RÉSULTATS CONSOLIDÉS S1-22 VS. PRÉVISIONS AGR 2022E

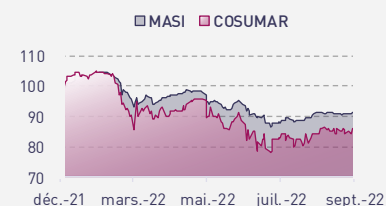
EN MDH	S1-2021	S1-2022	VAR	2022E	TR 2022E ⁽¹⁾
CA consolidé	4.382	5.076	+15,8%	10.223	50%
EBE	976	903	-7,5%	1.736	52%
Marge EBE	22,3%	17,8%	-4,5 pts	17,0%	-
RNPG	477	401	-15,9%	693	58%
Marge nette	10,9%	7,9%	-3,0 pts	-9,1%	-

(1) TR : Taux de réalisation, soit les résultats S1-22 R/Prévisions annuelles 2022E

Lamyae Oudghiri

Manager
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
COSUMAR	-7,7	-4,7	-25,7
MASI	-4,0	-3,1	-11,5

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
COSUMAR	3,7	2,1	6,9
MASI	122	85	143

Capitalisation	Au 29/09/2022
En MDH	19.370
En M\$	1.880

Cours arrêtés au 29/09/2022

Sources : CP Cosumar, Calculs & Estimations AGR

Un amont agricole sous tension en raison du stress hydrique

La production locale du sucre blanc demeure faible pour la deuxième année consécutive, soit son plus faible niveau depuis 2016. Celle-ci ressortirait en repli de -17% à 321 KT en 2022E contre 388 KT en 2021. Dans ces conditions, le taux de couverture de la consommation nationale s'établirait autour des 30% en 2022E contre une moyenne 5 ans supérieure à 40%.

Le stress hydrique que connaît aujourd'hui le Maroc se traduisant par une baisse visible des taux de remplissage des barrages pèse sur les campagnes sucrières. Par mesure de prudence, nous maintenons une production locale entre 300 et 350 KT durant la période 2022E-2023E.

Un nouveau record attendu à l'export, porté par un contexte inflationniste

Compte tenu d'un contexte favorable aux exportations du sucre blanc, Cosumar a pu achever un nouveau record en termes d'exportation dépassant ainsi les 650 KT en 2021. Tenant compte d'un taux d'utilisation optimal des capacités de production de la raffinerie de Casablanca en 2022E, les volumes exportés pourraient dépasser pour la 1^{ère} fois la barre des 700 KT.

Nous constatons une orientation haussière à la fois des cours du sucre blanc et des marges de raffinage à l'échelle internationale. Selon nos calculs, le spread moyen *sucre blanc/sucre brut* a progressé de +28%, passant de 88 \$/T au S1-21 à 113 \$/T au S1-22. Cette évolution se poursuit au T3-22, avec une prime moyenne autour de 140 \$/T.

Principaux ajustements de nos prévisions de croissance 2022E-2023E

Notre exercice de réactualisation des prévisions de croissance de Groupe Cosumar durant la période 2022E-2023E fait ressortir les réajustements suivants :

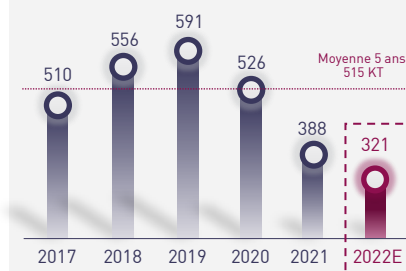
- Une forte croissance de l'activité Export de +36% à 3,96 MMDH en 2022E dans un contexte marqué par des pressions visibles sur l'Offre mondiale. Avec un prix élevé du pétrole, une bonne partie de la production de la canne à sucre brésilienne est orientée vers des produits énergétiques de substitution à l'image de l'éthanol. Ainsi, nous anticipons une croissance du CA consolidé de +12,2% en 2022E avant de se consolider en 2023E ;
- Une baisse de l'EBE 22E consolidé de -6,1% à 1.736 MDH, soit une marge de 17,0% en 2022E. Cette baisse est justifiée principalement par l'envolée du cours moyen du charbon de +189% passant de 137 \$/T en 2021 à 396 \$/T en 2022E. Par mesure de prudence, nous retenons une légère baisse de l'EBE en 2023E (soit -1,2%) dans la mesure où le Charbon poursuit sa tendance haussière avec un prix autour des 450 \$/T actuellement. En effet, le charbon demeure le principal intrant au niveau de la structure des coûts variables de Cosumar ;
- Une baisse du RNPG de -9,1% en 2022E à 693 MDH. Cette correction relativement plus prononcée que celle de l'EBE s'expliquerait en partie par le relèvement de la Contribution Sociale de Solidarité à 5,0% contre 3,5% initialement.

Par ailleurs, le RNPG du Groupe afficherait une reprise de +7,8% en 2023E soutenu par la montée en puissance de la contribution de Durrah (+80 MDH) qui atteindrait sa vitesse de croisière en termes de production. Ce nouveau projet est consolidé selon la méthode de mise en équivalence.

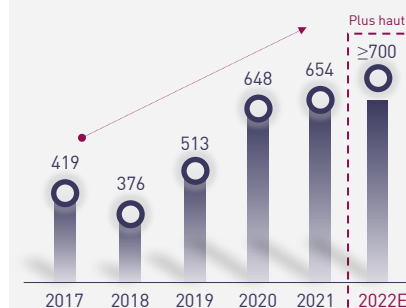
COSUMAR : ACTUALISATION DES PRÉVISIONS AGR 2022E-2023E

EN MDH	2021R	2022E	2023E	2022E/2021	2023E/2022E
CA consolidé	9.113	10.223	10.007	+12,2%	-2,1%
EBE	1.849	1.736	1.715	-6,1%	-1,2%
Marge EBE	20,3%	17,0%	17,1%	-3,3 pts	+0,1 pt
RNPG	763	693	747	-9,1%	+7,8%
Marge nette	8,4%	6,8%	7,5%	-1,6 pts	+0,7 pt
DPA	6,0	7,0	7,0	+16,7%	-
D/Y	2,3%	3,4%	3,4%	+1,1 pts	-

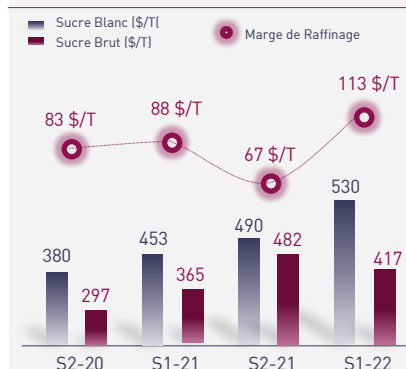
COSUMAR : PRODUCTION SUCRE LOCALE (KT)



COSUMAR : VOLUME DES EXPORTATIONS (KT)



COSUMAR : MARGE DE RAFFINAGE (\$/T)



CHARBON⁽¹⁾ : ÉVOLUTION DES PRIX \$/T



(1) Charbon à vapeur FOB Newcastle Australie USD/T

(1) Projet Durrah en Arabie Saoudite: Cosumar détient une participation de 43,3% dans la raffinerie. Sa capacité de production s'élève à 840 KT.

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

Synthèse de notre valorisation fondamentale

À l'issue de notre valorisation DCF, nous ressortons avec une Valeur Economique de Cosumar de 16.441 MDH. Après l'incorporation de notre valorisation de la participation de 43% détenue par le Groupe dans la raffinerie Durrah en Arabie Saoudite (2,4 MMDH) et la déduction de l'EN récurrent (377 MDH), la valeur des capitaux propres ressort ainsi à 18.463 MDH.

Cette valeur des CP correspond à un cours par Action de 195 DH contre 240 DH initialement. En raison de la correction du titre en Bourse, observée depuis notre dernière Recommandation en date du 29/09/2021 [[Cf. Research Paper-Cosumar S1-21](#)], nous croyons que le titre Cosumar est aujourd'hui correctement valorisé. Au final, nous révisons notre recommandation de **VENDRE** à **CONSERVER**.

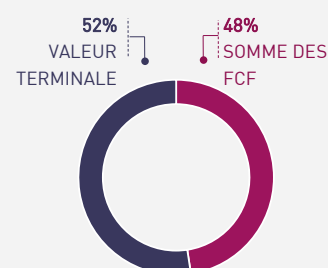
Notre révision du cours objectif est justifiée en partie par le relèvement du WACC qui passe de 6,5% initialement à 8,7% actuellement. Plus en détails :

- ⇒ Une hausse de la Prime de Risque Actions passant de 6,1% en 2021 à 7,5% en 2022 [[Cf. Prime de risque](#)];
- ⇒ Un beta normatif retraité maintenu stable à 1,08 ;
- ⇒ Un réajustement haussier du taux sans risque 10 ans (Rf) post-décision de hausse du TD par Bank Al-Maghrib à 3,2% (sur la base de la séance d'adjudication du 28/09/22) ;
- ⇒ Un poids de la Valeur Terminale de 52% dans la VE. Cette quotepart est justifiée par la stratégie de développement du Groupe qui repose sur la croissance externe à LT.

COSUMAR : ACTUALISATION DES PRÉVISIONS AGR 2022E-2023E

INDICATEURS (MDH)	2020	2021	2022E	2023E
EBE	1.836	1.849	1.736	1.715
Marge EBE	21,3%	20,3%	17,0%	17,1%
CAPEX	458	268	400	400
%CA	5,3%	2,9%	3,9%	4,0%
BFR	2.291	1.589	1.329	1.201
% CA	26,5%	17,4%	13,0%	12,0%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	281	1.860	1.212	1.069
Marge FCF	2,3%	15,8%	9,2%	8,2%
P/E (x)	24,5	32,3	27,9	25,9
VE/EBE (x)	11,6	13,5	11,1	11,2

VENTILATION DE LA VE DU TITRE



COSUMAR : CALCUL DU COÛT DES FP

PARAMÈTRES

Croissance à LT	5,0%
BDT 10 ans (Rf)	3,2%
Prime de risque	7,5%
Bêta	1,08

COÛT DES FP	11,3%
--------------------	--------------

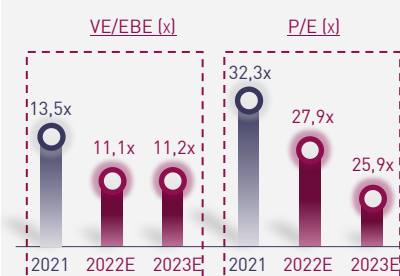
COSUMAR : CALCUL DU WACC

PARAMÈTRES

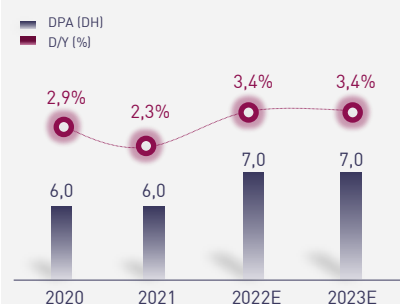
Lever Financier cible	1/3
Kd (après IS)	3,5%

WACC	8,7%
-------------	-------------

COSUMAR : MULTIPLES DE VALORISATION



COSUMAR : ÉVOLUTION DPA (DH) VS. D/Y (%)



Sources : CP Cosumar, Bloomberg, Office des Changes, Calculs & Estimations AGR



COSUMAR AGROALIMENTAIRE | MAROC |

BLOOMBERG: CSR MC

Croissance (%)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
CA Publié	-8,0%	7,1%	5,1%	5,6%	12,2%	-2,1%
EBE Ajusté	-3,5%	3,0%	-2,3%	0,7%	-6,1%	-1,2%
REX	-5,2%	0,4%	-2,8%	-0,5%	-9,2%	-2,4%
Résultat Net PDG	-9,8%	3,7%	-12,3%	-5,8%	-9,1%	7,8%
DPA	50%	-30%	-14%	0%	17%	-
Profitabilité / Rentabilité	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Marge EBE	23,8%	22,9%	21,3%	20,3%	17,0%	17,1%
Marge Opérationnelle	18,9%	17,7%	16,4%	15,5%	12,5%	12,5%
Taux d'IS Apparent	27,2%	31,0%	29,6%	33,0%	33,0%	33,0%
Marge Nette	11,6%	11,3%	9,4%	8,4%	6,8%	7,5%
FCF/CA	-23,9%	10,9%	2,3%	15,8%	9,2%	8,2%
ROE	17,3%	18,1%	15,6%	14,1%	12,5%	13,1%
Payout	106%	72%	70%	74%	95%	88%
P&L (MDH)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
CA Publié	7.667	8.212	8.630	9.113	10.223	10.007
EBE	1.826	1.880	1.836	1.849	1.736	1.715
DAM	376	425	422	441	457	467
REX	1.450	1.455	1.415	1.408	1.279	1.248
Impôt	358	428	357	412	370	360
Résultat Net	892	925	811	764	719	789
Minoritaires	1,2	0,9	1,4	1,0	1,0	1,9
RNPG	891	924	810	763	693	747
Bilan (MDH)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Capitaux Propres	5.164	5.095	5.204	5.412	5.565	5.692
Minoritaires	6,4	6,8	7,6	7,6	7,4	7,6
Capitaux Propres Consolidés	5.170	5.102	5.212	5.419	5.572	5.699
BFR	2.005	1.618	2.291	1.589	1.329	1.201
Endettement Net	1.111	999	1.529	377	-54	-221
Gearing (%)	21,5%	19,6%	29,3%	7,0%	NS	NS
Flux de Trésorerie (MDH)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Variation BFR	2.734	-387	674	-702	-260	-128
CAPEX récurrent	492	579	458	268	400	400
Taux d'IS normatif	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Free cash-flow	-1.836	1.252	281	1.860	1.212	1.069
Dividendes (n-1)	633,1	944,9	661,4	566,9	566,9	661,4
Multiples de valorisation	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
P/E (x)	18,5	22,4	24,5	32,3	27,9	25,9
D/Y (%)	5,7%	3,2%	2,9%	2,3%	3,4%	3,4%
P/B (x)	3,2	4,1	3,8	4,6	3,5	3,4
VE/EBE (x)	9,6	11,5	11,6	13,5	11,1	11,2
VE/CA (x)	2,3	2,6	2,5	2,7	2,0	2,0
Données par Action (DH)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cours fin de période	175	219	210	261	205	205
BPA	9,4	9,8	8,6	8,1	7,3	7,9
DPA	10,0	7,0	6,0	6,0	7,0	7,0
ANA	55	54	55	57	59	60

Cours arrêtés au 29/09/2022.

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

Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@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

Ulderich Djado
+237 681 77 89 40
u.djado@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Yves André Angaman
+225 07 49 24 60 35
yves.angaman@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

Hichem Ben Romdhane
+225 29 318 965
h.benromdhane@attijaribank.com.tns

CEMAC - CAMEROUN

Felix Dikosso
+237 651 23 51 15
f.dikosso@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 24
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajli
+212 5 22 42 87 09
a.elhajli@attijariwafa.com

Loubaba Alaoui Mdaghri
+212 6 47 47 48 34
l.alaouim@attijariwafa.com

Dalal Tahoune
+212 5 22 42 87 07
d.tahoune@attijariwafa.com

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+20 127 755 90 13
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

TUNISIE

Atef Gabsi
+216 71 80 29 22
gabsi.atef@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
+33 6 19 92 44 09
y.hansali@attijariwafa.net

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.

