

RESEARCH REPORT

EQUITY

MARS
2024

AUGMENTATION DE CAPITAL MANAGEM : POINT D'ANALYSE

- 03 | Une opération qui traduit la confiance de l'Actionnaire de Référence
- 04 | Une stratégie permettant le franchissement de nouveaux paliers de bénéfices
- 05 | Un financement diversifié entre Autofinancement, Equity et Dette
- 05 | Un endettement à relativiser grâce à la capacité de génération du cash



Attijari
Global Research

RECOMMANDATION AGR : SOUSCRIRE

Le Groupe Managem, acteur minier de référence, lance une nouvelle opération d'augmentation de capital pour un montant global de 3,0 MMDH. L'objectif principal étant d'accélérer le déploiement de son programme d'investissement 2023-2025E tout assurant son équilibre bilanciel.

Au terme de notre analyse du Groupe Managem, des retombées de sa stratégie de développement à horizon 2025 et des perspectives des métaux à l'échelle internationale, nous **Recommandons de souscrire à cette opération.**

Notre argumentaire s'articule autour des points suivants :

- Cette augmentation de capital marque la forte implication et l'engagement ferme de l'Actionnaire de référence *Al Mada* dans le projet de croissance de Managem à travers une souscription à hauteur de 83% à cette opération. Ceci constitue un signal de confiance à la fois à l'égard des Actionnaires minoritaires et des investisseurs en Bourse ;
- La nouvelle stratégie de développement de Managem lui permettrait de pallier à une contrainte majeure. Il s'agit d'un portefeuille de projets « fragmentés » et de taille relativement « petite » ne favorisant pas le franchissement d'un nouveau palier de profitabilité. À compter de 2025E, nous assisterons au démarrage des projets de taille importante affichant des « cash-costs » très compétitifs et des marges d'EBE supérieures de +5 pts par rapport aux projets historiques ;
- Ce changement de dimension du Groupe Managem devrait s'opérer sur le CT et non pas sur des horizons LT. Nous anticipons un doublement de l'EBE, passant d'une moyenne de 2,5 MMDH sur 2020-2023 à 5,0 MMDH à compter de 2025E. Parallèlement, la capacité bénéficiaire récurrente franchirait un nouveau palier passant de 0,8 à 1,5 MMDH durant la même période ;
- L'endettement net du Groupe qui devrait franchir les 10,0 MMDH à horizon 2025E est à relativiser pour 3 raisons: (1) Un cash-flow d'exploitation cible de 4,2 MMDH, équivalent à une capacité de recouvrement de la dette nette de 2,3 années, (2) Une capacité bénéficiaire cible de 1,5 MMDH permettant de renforcer davantage les fonds propres à travers un Gearing qui passerait à 70% à compter de 2026E et enfin, (3) Des frais financiers qui devraient se situer en dessous des 10% de l'EBE au terme de la même période.

Lamyae Oudghiri

Manager

+212 529 03 68 18

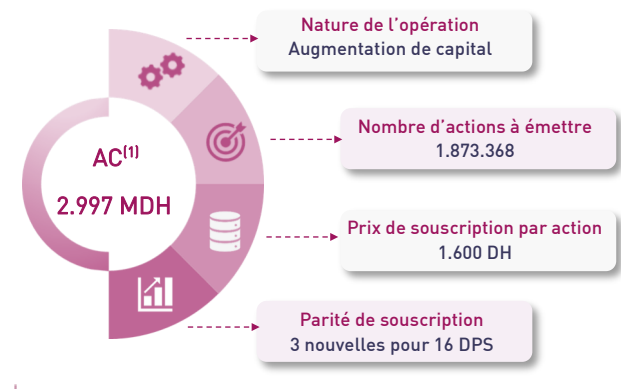
Loudghiri@attijari.ma

UNE OPÉRATION QUI TRADUIT LA CONFIANCE DE L'ACTIONNAIRE DE RÉFÉRENCE

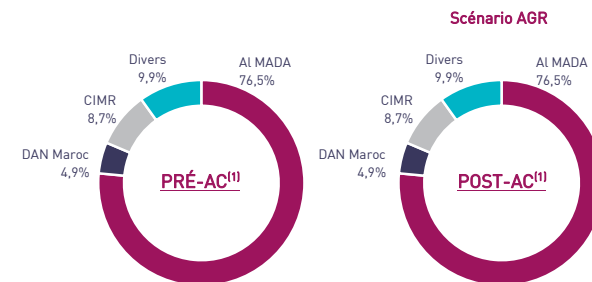
Afin d'accompagner la nouvelle stratégie de croissance ambitieuse, dévoilée par le Top-Mangement à l'occasion de la publication de ses réalisations annuelles en 2023, le Groupe Managem procédera à une augmentation de capital d'un montant global de 2.997 MDH. Il s'agit de la 2^{ème} opération de ce genre après celle réalisée en juin 2017 d'un montant de 973 MDH.

Il s'agit de l'émission de 1.873.368 nouvelles Actions, soit 18,7% du nombre total des titres. Le prix de souscription ressort à 1.600 DH par Action, offrant une décote de 12% par rapport au cours moyen du titre sur le T1-24. Sur la base de ce prix d'émission, la parité de souscription est de 3 nouvelles Actions pour 16 DPS. En marge de cette opération, Al Mada, Actionnaire de Référence, préserverait sa participation inchangée dans Managem, soit à hauteur de 76,5%. Ceci constitue un signal de confiance à l'égard de la fois des actionnaires minoritaires et des investisseurs.

CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'OPÉRATION



ACTIONNARIAT : PRÉ-OPÉRATION VS. POST-OPÉRATION



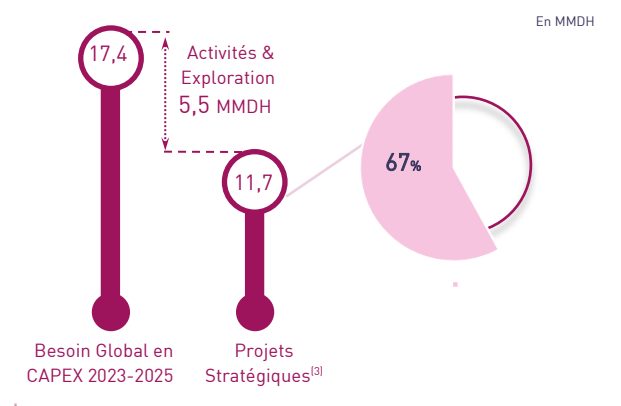
(1) Augmentation de capital de 3,0 MMDH

Cette augmentation de capital assurerait le financement partiel d'un important programme d'investissement sur la période 2023-2025E, estimé à 17,0 MMDH. Au-delà du développement des mines opérationnelles, le Groupe compte démarrer deux projets stratégiques à compter de 2025E, à savoir: la mine de Cuivre de *Tizert* et le projet aurifère *Boto* au Sénégal dont les CAPEX s'élèvent à 4,7 MMDH et à 7,0⁽²⁾ MMDH respectivement. Il est rassurant de constater l'implication et l'engagement du Groupe Al Mada dans le projet de croissance de Managem à travers une souscription à hauteur de 83% à l'opération, soit de 2,5 MMDH.

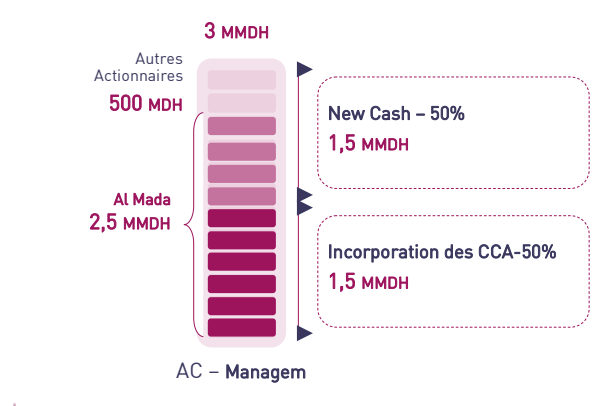
Cette augmentation de capital est structurée selon deux modes de financement, à savoir:

- (1) L'incorporation du compte courant d'associé (CCA) détenu par Al Mada sur le Groupe Managem d'un montant global de 1,5 MMDH. Il s'agit de la moitié de l'opération ;
- (2) L'injection du « *New Cash* » à hauteur de 1,5 MMDH. Plus en détails, un apport de l'Actionnaire de Référence de 1,0 MMDH et un reliquat de 500 MDH réservé aux actionnaires minoritaires afin d'éviter toute dilution de leur participation.

MANAGEM : CAPEX AGRÉGÉ SUR LA PÉRIODE 23E-25E



MANAGEM : VENTILATION DE L'AUGMENTATION DE CAPITAL



(2) Y compris le prix d'acquisition.

(3) Mine de Tizert, projet Boto et le site Guemassa.

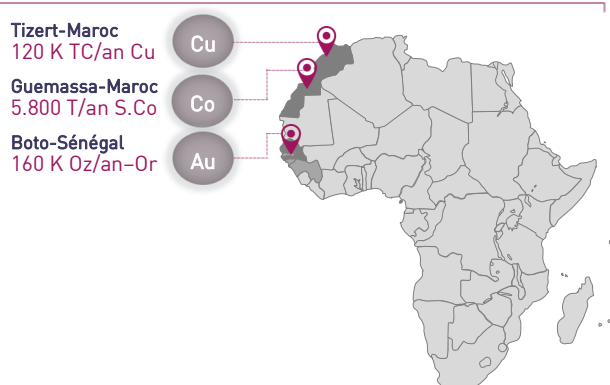
Sources : Présentation des résultats Managem, Calculs AGR

UNE STRATÉGIE PERMETTANT LE FRANCHISSEMENT DE NOUVEAUX PALIERS DE BÉNÉFICES

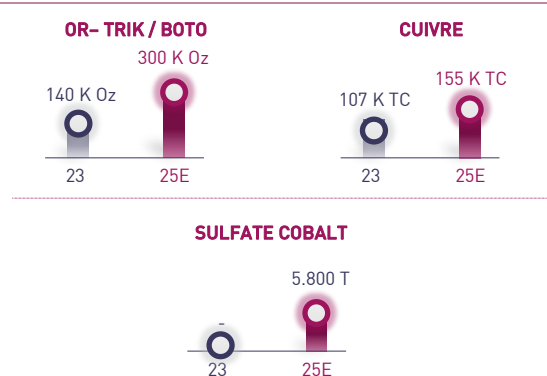
La stratégie de développement du Groupe Managem s'articule autour de 4 projets stratégiques de taille « significative ». Ces derniers seraient en mesure de faire évoluer l'opérateur vers un nouveau palier de profitabilité à horizon 2025E. Il s'agit du :

- **Projet Tizert de Cuivre - Maroc** : Un gisement de grande taille dans la région de Taroudant dont le démarrage est prévu au S2-25E. Avec une production cible supérieure à 100 KTC, ce projet permettrait de doubler la production de Cuivre du Groupe à compter de 2026E. La production cible totale de Managem en 2025E devrait s'élever à 155 KT dont 60 KT provenant de Tizert ;
- **Projet aurifère BOTO - Sénégal** : Une nouvelle acquisition qui devrait renforcer le poids de l'Activité « Or » dans le portefeuille métaux de Managem. Il s'agit d'une production cible autour de 160 KOz à compter de 2025E. Tenant compte d'une production cible de Trik en Guinée de 140 KOz, la production globale aurifère devrait s'élever aux environs de 300 K Oz en 2025E ;
- **Projet Sulfate de Cobalt - Maroc** : Construction d'une nouvelle usine au site Guemassa à compter du S2-25 pour la production de 5.800 TM/an de sulfate de cobalt destiné aux batteries électriques. En partenariat avec Renault, ce projet permettrait au Groupe Managem de se positionner sur la chaîne de valeur des Batteries et plus généralement sur les « métaux critiques » dans le cadre de la nouvelle transition énergétique mondiale.

MANAGEM : POSITIONNEMENT DES NOUVEAUX PROJETS



MANAGEM : PRODUCTION CIBLE PAR ACTIVITÉ 2023-2025E

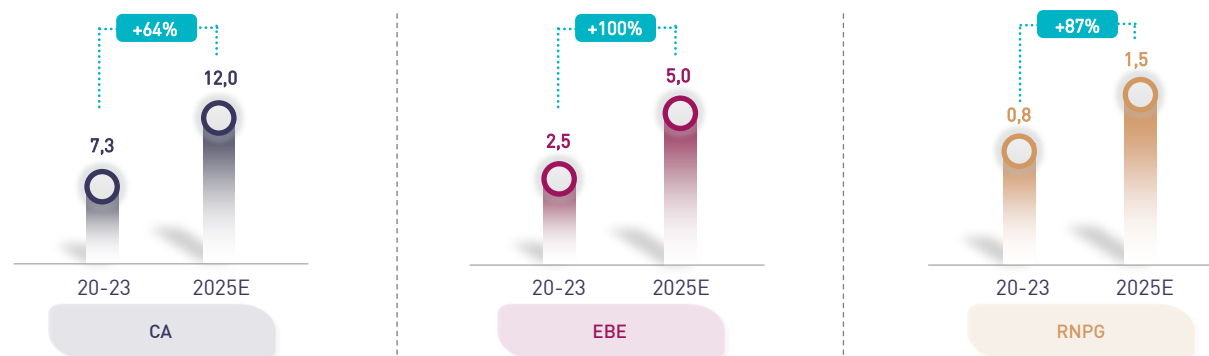


Le déploiement de la stratégie de Managem s'opère dans un contexte minier favorable, alimenté par une série de facteurs : (1) le nouveau cycle monétaire accommodant des grandes banques centrales, (2) les perspectives positives des « métaux critiques » et (3) les besoins générés par la transition énergétique à l'échelle mondiale.

Sur la base de notre propre scénario, Managem devrait franchir un nouveau cap en termes de profitabilité et ce, en comparaison à ses réalisations moyennes durant la période de référence 2020-2023 :

- (1) **Revenus** : Avec le rehaussement de la production aurifère (~x2,0) et de Cuivre (~x2,0) à MT, le CA cible franchirait la barre des 12,0 MMDH contre une moyenne 2020-2023 de 7,3 MMDH, soit une augmentation de 60% ;
- (2) **EBE** : L'entrée en production des projets miniers de taille importante assortie à des cash-cost compétitifs permettraient une nette amélioration de la marge opérationnelle et une augmentation significative de l'EBE. Cet indicateur devrait doubler, passant d'une moyenne de 2,5 MMDH sur la période 2020-2023 à 5,0 MMDH à compter de 2025E ;
- (3) **RNPG** : Tenant compte du poids des amortissements et de la structure financière post-augmentation de capital, la capacité bénéficiaire récurrente du Groupe se situerait autour des 1,5 MMDH à compter de 2025E contre un niveau normatif moyen de 800 MDH.

MANAGEM : SCÉNARIO DE CROISSANCE AGR À HORIZON 2025E (MMDH)



(1) Pour les projets Tizert et Boto, l'année 2025E n'est pas une année pleine de production

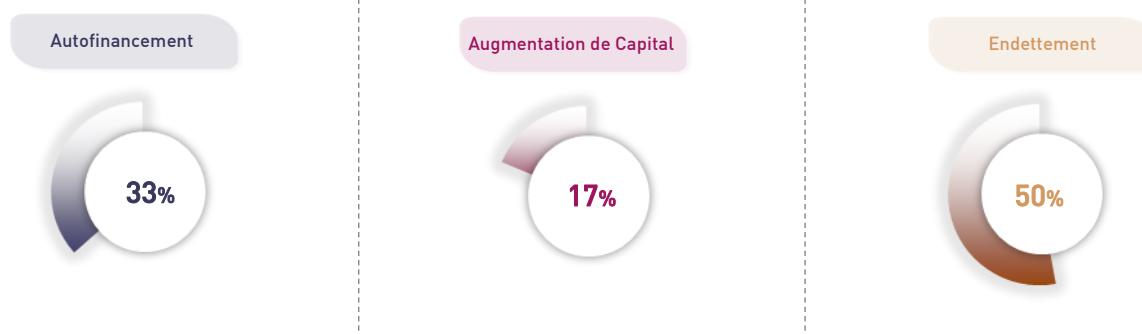
Sources : Présentation des résultats Managem, Calculs & Estimations AGR

UNE POLITIQUE DE FINANCEMENT DIVERSIFIÉE ENTRE « AUTOFINANCEMENT », « EQUITY » ET « DETTE »

Le déploiement du plan d'investissement du Groupe Managem, dont l'enveloppe globale s'élève à 17,4 MMDH sur la période 2023-2025E, devrait être financé selon nos estimations à hauteur du 1/3 via l'autofinancement. Cette quote-part reflète la forte capacité de génération de cash de l'opérateur grâce à l'entrée en production des projets de taille importante, offrant de meilleures marges.

Au-delà de la présente augmentation de capital, la Dette devrait couvrir près de la moitié des besoins de financement générés par ce plan d'investissement. Au final, la politique de financement du Groupe sur le LT semble équilibrée entre d'une part, l'endettement et d'autre part, l'autofinancement et l'Equity.

MANAGEM : ESTIMATION DE LA VENTILATION DU FINANCEMENT DU PLAN D'INVESTISSEMENT SUR LA PÉRIODE 23-25E



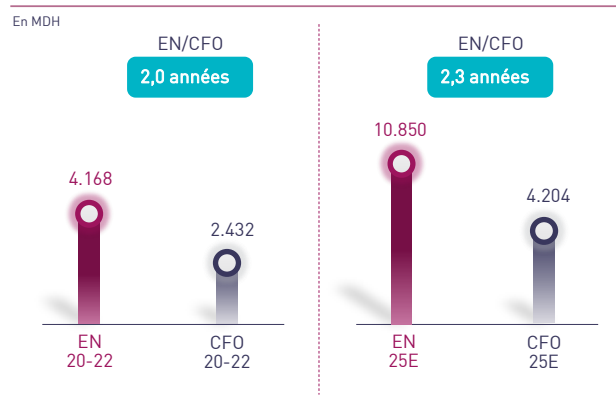
UN NIVEAU D'ENDETTEMENT À RELATIVISER GRÂCE À LA CAPACITÉ DE GÉNÉRATION DU CASH

Dans le cadre de la politique de financement du Groupe, nous assistons à une forte augmentation de l'endettement net, passant d'une moyenne de 4,2 MMDH durant la période 2020-2022 à plus de 10,0 MMDH à horizon 2025E. Parallèlement, la présente augmentation de capital conjuguée à un bénéfice récurrent cible de 1,5 MMDH permettraient de contenir le Gearing en dessous des 90% en 2025E avant de le stabiliser autour des 70% à compter de 2026E. Un niveau cohérent avec la moyenne observée sur la période 2020-2022.

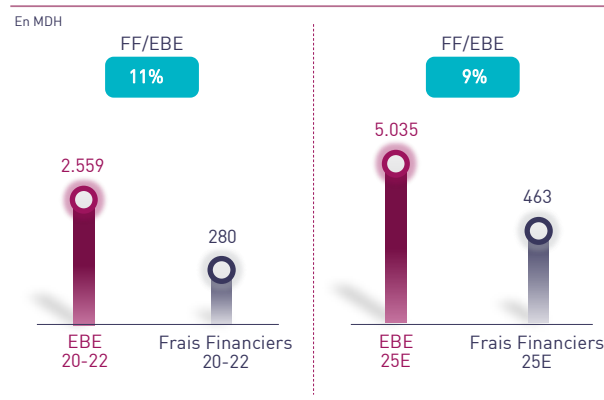
Le démarrage des projets de taille importante, offrant des marges d'EBE supérieures de +5 points par rapport à la rentabilité moyenne des mines historiques, permettrait au Groupe Managem de préserver sa capacité de remboursement d'une dette de plus de 10 MMDH en 2025E :

- D'une part, le taux de couverture de la Dette nette par les cash-flows d'exploitation devrait se consolider autour des 2,3 années à compter de 2025E ;
- D'autre part, la quote-part des frais financiers dans l'EBE devrait rester à des niveaux relativement faibles, soit autour des 10% à compter de 2025E.

MANAGEM : COUVERTURE DE LA DETTE PAR LES CFO



MANAGEM : POIDS DES FRAIS FINANCIERS DANS L'EBE



Sources : Présentation des résultats Managem, 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

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

FINANCIAL ANALYST

Anass Drif
+212 5 22 49 14 82
a.drif@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ANALYST

Ines Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djado
+237 681 77 89 40
u.djado@attijarisecurities.com
Abidjan

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 07 07 80 68 68
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane
+216 71 10 89 00
h.benromdhane@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe
+237 651 23 51 15
e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

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

Amine Elhajji
+212 5 22 42 87 09
a.elhajji@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@attijariwa.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

Atef Gabsi (Gabon)
+241 60 18 60 02
atef.gabsi@ugb-banque.com
Elvira Nomo (Cameroun)
+237 67 27 34 367
e.nomo@attijarisecurities.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'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.

