

RESEARCH REPORT

EQUITY

AVRIL
2024

MUTANDIS : UN MODÈLE DE CROISSANCE À LA FOIS RAPIDE ET SOUTENABLE

- 03 | Des réalisations 2023 soutenues par le début du redressement des marges
- 04 | Un réajustement du portefeuille des activités..., profitable à la croissance future
- 06 | Vers une amélioration continue des niveaux de marge à horizon 2026E
- 07 | Franchissement de la barre des 150 MDH de bénéfices à horizon 2026E



Attijari
Global Research

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	17/01/2023
Ancien cours objectif	305

MUTANDIS

Secteur	AGROALIMENTAIRE
Reuters	MUT.CS
Bloomberg	MUT MC

317 DH

Actuel	261
Potentiel	+21%
Horizon	18 mois

EXECUTIVE SUMMARY

Notre exercice de réévaluation du titre Mutandis s'opère dans un contexte particulier, marqué par la concrétisation des opérations de croissance externe, le lancement de nouvelles gammes de produits (Hygiène de la maison et de la personne & Activité de la Mer) ainsi que la détente des tensions inflationnistes au Maroc. Celle-ci demeure un paramètre important qui impacte directement les niveaux de marge des opérateurs exerçant dans le secteur des produits de la grande consommation (FMCG⁽¹⁾).

Dans ce contexte, Mutandis serait en mesure de préserver un rythme de croissance soutenu de son EBE et de ses bénéfices durant la période 2023-2026E, soit de +5% et +12% respectivement. Cette régularité de la croissance constitue selon nous, le principal atout du titre Mutandis, lui permettant d'améliorer continuellement ses multiples de valorisation, de réduire de manière considérable sa volatilité sur le marché et par conséquent, d'améliorer son attractivité aux yeux des investisseurs institutionnels.

Au terme de notre analyse, nous ressortons avec un cours objectif du titre Mutandis à **317 DH**, affichant un potentiel de hausse de +21%, sur la base du cours en Bourse observé le 08/04/24. Au final, nous recommandons d'**ACHETER** le titre.

Notre argumentaire d'investissement, s'articule autour de quatre principaux points :

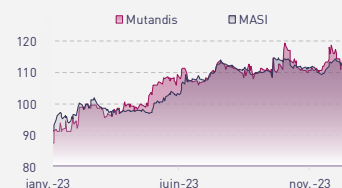
- Mutandis devrait récolter à compter de 2024, les fruits de ses efforts d'investissement sur la période 2021-2023. Pour rappel, l'opérateur a concrétisé deux projets de croissance externe et a inauguré récemment son nouveau site industriel à Berrechid lui permettant de lancer de nouvelles gammes de produits à plus forte valeur ajoutée ;
- Mutandis devrait entamer une phase de reprise de ses marges sous l'effet de l'atténuation des pressions inflationnistes. Concrètement, la détente des prix des intrants à l'international permettrait à l'opérateur de récupérer une partie importante des points de marge perdus depuis la crise du Covid-19 ;
- Mutandis devrait bénéficier d'une amélioration de sa capacité de génération de cash durant la période 2024E-2026E. Un scénario soutenu à la fois par l'amélioration de la profitabilité et la normalisation attendue du CAPEX récurrent. Ce dernier passerait d'une moyenne annuelle de 233 MDH durant la période 2021-2024E à 60 MDH à compter de 2025E ;
- Le profil de croissance attractif des bénéfices de +12% en moyenne annuelle sur la période 2023-2026E, se traduirait positivement sur les multiples de valorisation du titre Mutandis. D'une part, le P/E 26E ressort à 15,8x affichant une décote de 37% par rapport aux niveaux normatifs du titre de 25,0x durant la période 2019-2023. D'autre part, le D/Y cible se situerait à des niveaux corrects pour le cas d'une valeur de croissance, soit autour des 4,5%.

Lamyae Oudghiri

Manager
+212 529 03 68 18
Loudghiri@attijari.ma

Anass Drif

Financial Analyst
+212 522 49 14 82
a.drif@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)**INDICATEURS MARCHÉ**

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
MUTANDIS	0.4	3.9	24.8
MASI	0.9	6.1	25.1

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
MUTANDIS	0.6	1.6	2.0
MASI	153	170	155

Capitalisation	Au 05/04/2024
En MDH	2.469
En M\$	245

Cours arrêtés au 05/04/2024

[1] FMCG: Biens de la grande consommation

Sources : Etats financiers Mutandis, Calculs & Estimations AGR

DES RÉALISATIONS 2023 SOUTENUES PAR LE DÉBUT DU REDRESSEMENT DES MARGES

Dans un contexte inflationniste, marqué par un record de 30 ans à plus de 10% en février 2023, Mutandis a pu à la fois préserver ses PDM et améliorer ses indicateurs opérationnels au titre de l'exercice 2023. Des réalisations légèrement meilleures par rapport à nos prévisions initiales, soit des taux de réalisation allant de 99% pour le CA à 108% pour le RNPG.

Une diversification favorable à la soutenabilité de la croissance

Grâce à la diversification de son portefeuille d'activité, à sa stratégie progressive de répercussion de la hausse des prix des intrants sur les prix de vente et à l'amélioration des volumes de vente, Mutandis affiche une hausse de +4,9% de son CA à 2.442 MDH en 2023. Plus en détails:

- Les **Détergents** affichent une amélioration de leurs revenus de 4% grâce aux marques propres, principalement la poudre et la lessive liquide. Rappelons que la Demande locale est davantage orientée vers les produits entrée de gamme en 2023 ;
- Une dynamique positive de l'activité **Boissons** portée par le succès du lancement de la marque « Frut » et l'intégration de « Ain Ifrane ». Le CA passe ainsi de 79 MDH à 246 MDH dont 153 MDH relatif à l'activité « Eau ». Pour leur part, les revenus de la marque **Season** demeurent quasi-stable à 561 MDH en 2023. En effet, la hausse des prix de vente aux Etats-Unis a permis de neutraliser l'impact de la baisse des volumes ;
- À l'inverse, les activités **PDM** et **Bouteilles Alimentaires** accusent des baisses de -1,7% et -20,0% respectivement. Celles-ci ont été pénalisées par la baisse des volumes de vente à l'export des conserves principalement en Afrique Subsaharienne et le repli du prix du PET à l'international.

2023 marque le démarrage du processus de redressement des marges

Après le repli des marges en 2022, l'opérateur semble entamer un processus de redressement de sa profitabilité à compter de 2023. À l'origine, la politique de relèvement progressif des prix de vente entamée en 2022, la stabilisation des prix des intrants à l'international et les efforts en termes de maîtrise des coûts.

Dans ce contexte, Mutandis affiche un EBE de 335 MDH en hausse de +24,5% par rapport à 2022. Il s'agit d'une amélioration de +2,2 pts de la marge d'EBE à 13,7%. Parallèlement, le RNPG affiche une progression solide de +13,0% à 112 MDH au terme de la même période.

Mutandis concrétise sa 2^{ème} opération de croissance externe depuis 2021

Après l'acquisition de la marque Season aux états-Unis en 2021 aux alentours de 406 MDH financée majoritairement par Equity via une augmentation de capital de 300 MDH, l'opérateur poursuit sa stratégie de croissance externe à travers l'acquisition de la totalité de l'activité « Euro-Africaine des Eaux » en juillet 2023. Cette opération devrait permettre à Mutandis de constituer un nouveau pôle « Boissons » en synergie avec l'activité « Jus de Fruit ». L'objectif à terme est double : soutenir la croissance et franchir un nouveau palier de profitabilité.

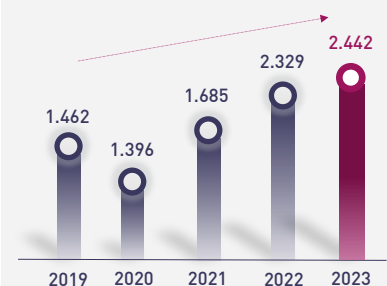
Franchissement d'un nouveau palier de dividende

La stratégie de développement de Mutandis ne semble pas générer un dérapage au niveau de son endettement, à travers un Gearing maîtrisable en dessous des 50%. Une situation qui permet une meilleure rétribution de l'Actionnaire. Après avoir maintenu stable son DPA à 8,5 DH durant la période 2019-2022, l'opérateur passe vers un nouveau palier à 10,5 DH en 2023, correspondant à un D/Y 23 correct autour des 4,0%.

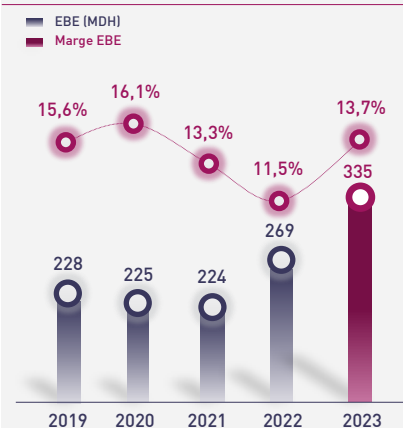
MUTANDIS : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2023 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2023

EN MDH	2022	2023	VAR	AGR 2023E	TR ⁽²⁾ AGR
CA consolidé	2.329	2.442	+4,9%	2.457	99,4%
EBE consolidé	269	335	+24,5%	312	107,2%
Marge EBE	11,5%	13,7%	+2,2 pt	12,7%	+1,0 pts
RNPG affiché	99	112	+13,0%	104	108,0%
Marge nette	4,3%	4,6%	+0,3 pt	4,2%	-0,4 pt

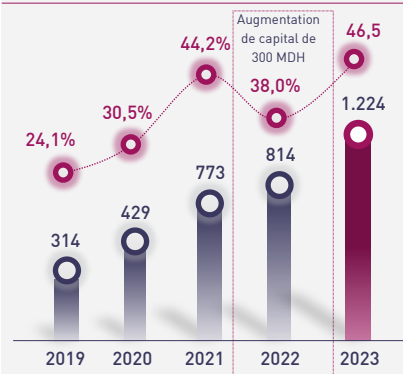
MUTANDIS : ÉVOLUTION DU CA 19-23



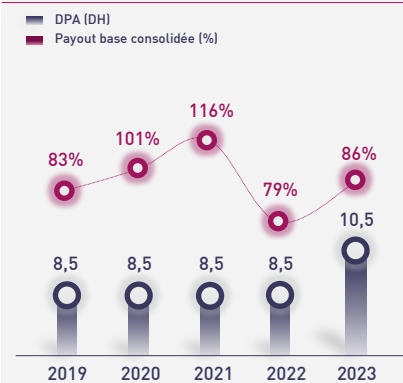
MUTANDIS : EBE VS. MARGE EBE 19-23



MUTANDIS : ÉVOLUTION DU GEARING⁽¹⁾ 19-23



MUTANDIS : DPA (DH) VS. PAYOUT (%)



(1) Le Gearing correspond à la dette nette rapportée à la somme des Capitaux propres PG et de la dette nette ;

(2) Taux de réalisation des résultats 2023 par rapport aux prévisions AGR 23E.

UN RÉAJUSTEMENT DU PORTEFEUILLE DES ACTIVITÉS..., PROFITABLE À LA CROISSANCE FUTURE (1/2)

Le portefeuille Activité de Mutandis a connu des évolutions visibles durant les dernières années suite aux opérations de croissance externe (Marrakech en 2017, Season en 2021 et Ain Ifrane en 2023) ou encore à la croissance organique (nouveaux produits Détergents & Jus). L'opérateur a annoncé, en décembre 2023, la cession de CMB Plastique à Dislog, une société spécialisée dans la production de bouteilles et bouchons en PET. Une opération qui permettrait à Mutandis de se concentrer sur son cœur d'activité, à savoir : les Biens de Grandes Consommation.

Dans ces conditions et tenant compte des nouveaux projets de croissance en l'occurrence, les produits d'hygiène corporelle en 2024E et l'hydrolysate en 2025E, la structure des revenus du Groupe Mutandis devrait connaître une reconfiguration majeure.

Notre scénario de croissance des nouveaux segments d'activité se décline comme suit durant la période 2024E-2026E :

ACTIVITÉ HYGIÈNE DE LA MAISON ET DE LA PERSONNE (HPC) : En plus de la gamme des « Détergents », cette activité devrait abriter à compter de 2024E, de nouveaux produits d'« Hygiène corporelle », avec le lancement de la nouvelle Gamme de *Shampoing* de masse « *Vitalia* ». De nouveaux produits pourraient s'y rajouter dans le futur, à l'instar des *Gels Douche* et des *Savons liquides*.

Avec une taille cible du marché autour des 4 MMDH, et compte tenu de la mise en service du nouveau site industriel à Berrechid qui compte 2 usines dédiées à l'activité « HPC », les revenus PC⁽¹⁾ cibles devraient avoisiner les 100 MDH à horizon 2026E. Un scénario réaliste dans la mesure où Mutandis devrait bénéficier du modèle de commercialisation des « Détergents » qui repose sur le réseau des épicereries.

L'activité « HPC » afficherait ainsi un TCAM des revenus soutenu de +6,0% durant la période 2024E-2026E avec une contribution de 32% aux revenus consolidés en 2025E. Aussi, les « Détergents » maintiendraient une position dominante dans l'activité « HPC », soit un poids de plus de 90%.

MUTANDIS : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ HPC⁽¹⁾

HPC ⁽¹⁾	2022R	2023R	2024E	2025E	2026E
CA (MDH)	683	710	744	789	836
Variation	+10,0%	+4,0%	+4,8%	+6,0%	+6,0%
Poids HPC (%)	29,3%	29,1%	32,1%	31,7%	32,5%

ACTIVITÉ PRODUIT DE LA MER (PDM) : Après avoir été pénalisée par la baisse des volumes de vente en Afrique en raison du contexte inflationniste, cette activité devrait afficher une légère amélioration en 2024E. À l'origine, le raffermissement des exportations envers l'Europe et les Etats-Unis conjugué à la montée en charge des produits à plus forte VA, à l'instar des SPSA⁽³⁾.

À compter de 2025E, cette activité devrait être soutenue par la mise en service d'une nouvelle usine spécialisée dans l'« *Hydrolysate de protéine de sardine* », un produit à forte VA destiné à l'alimentation des animaux de compagnie 'petfood'. Avec un taux d'utilisation de 80% en 2025E, celle-ci devrait atteindre sa vitesse de croisière à compter de 2027E, soit un revenu cible aux alentours des 120 MDH.

Au final, le CA de l'activité PDM⁽⁴⁾ afficherait un TCAM de +9,0% sur la période 2024E-2026E et dépasserait la barre des 700 MDH en 2025E. Le poids cible de cette activité s'établirait aux alentours de 30% à horizon 2025E.

MUTANDIS : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ PRODUIT DE LA MER

PRODUIT DE LA MER	2022R	2023R	2024E	2025E	2026E
CA (MDH)	660	649	655	762	778
Variation	+28,4%	-1,7%	+1,0%	+16,3%	+2,2%
Poids PDM (%)	28,3%	26,6%	28,2%	30,6%	30,2%

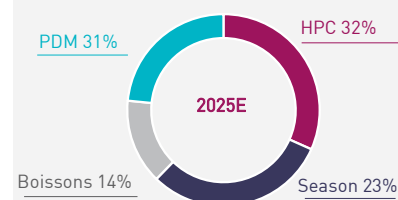
(1) HPC: Home and Personal Care ;

(2) PC: Product Care correspond aux produits d'hygiène corporelle ;

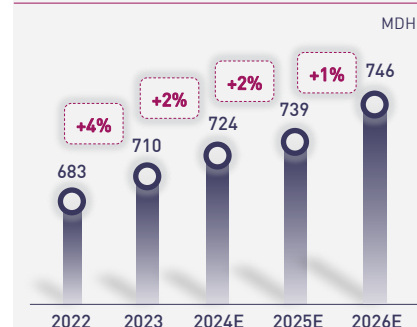
(3) SPSA: Produits Sans Peau Sans Arêtes ;

(4) PDM: Activité Produits de la Mer.

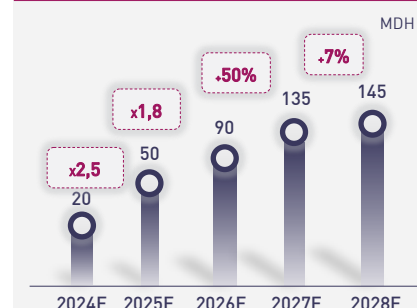
MUTANDIS : STRUCTURE CA 2025E



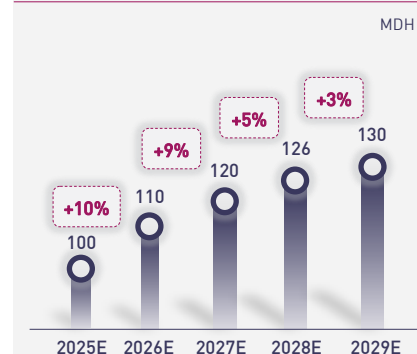
MUTANDIS : ÉVOLUTION CA DÉTERGENTS



MUTANDIS : ÉVOLUTION CA PERSONAL CARE



MUTANDIS : ÉVOLUTION CA HYDROLISAT



Sources : Etats financiers Mutandis, Calculs & Estimations AGR

UN RÉAJUSTEMENT DU PORTEFEUILLE DES ACTIVITÉS..., PROFITABLE À LA CROISSANCE FUTURE (2/2)

ACTIVITÉ BOISSONS: L'Activité « *Boissons* » a connu des évolutions majeures depuis 2017. Conformément à sa vision stratégique qui consiste à se repositionner sur les produits de la consommation de masse (FMCG), l'opérateur a effectué plusieurs acquisitions importantes, en l'occurrence la marque « *Marrakech* » en 2017 et puis dernièrement la marque « *Ain Ifrane* » en juillet 2023 (372 MDH entièrement financé par Dette Bancaire). En 2023, le Groupe a lancé son nouveau produit « *Fruit* » dans les jus qui a connu un franc succès tenant compte d'un « price point » attractif similaire à celui des sodas.

Par mesure de prudence, nous maintenons un revenu stable de la marque « *Ain Ifrane* » sur notre horizon de prévision et une PDM de 7% dans le segment « *Eau* », soit un CA additionnel cible de 240 MDH/par an équivalent à une capacité de 1 M hectolitre/an.

Mutandis continue de déployer ses efforts pour étendre son réseau distribution aux détaillants dans un contexte où les grandes et moyennes surfaces (GMS) représentent près de 20% du marché domestique. En capitalisant sur la flotte de distribution importante de « *Ain Ifrane* », les revenus du segment « *Jus de Fruit* » devraient quasiment doubler, passant de 79 à 114 MDH sur la période 2022-2025E, soit un poids cible de 32% dans l'activité « *Boissons* ». Rappelons que le marché des « *Boissons* » au Maroc représente près de 4 MMDH.

Au final, les revenus de l'activité « *Boissons* », évolueraient de 246 à 365 MDH sur la période 2023-2026E, affichant un TCAM de +14,0%. Ainsi, la contribution de cette activité aux revenus consolidés passerait de 3,4 à 14,2% au terme de la même période.

MUTANDIS : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ BOISSONS

BOISSONS	2022R	2023R	2024E	2025E	2026E
CA (MDH)	79	246	347	356	365
Variation	+14,2%	x3,1	+41,0%	+2,5%	+2,6%
Poids Boissons (%)	3,4%	10,1%	15,0%	14,3%	14,2%

SEASON: Leader dans la commercialisation de la conserve de sardines premium aux Etats-Unis, « *Season* » a été acquise en juin 2021 pour près de 406 MDH auprès de Rab Food. Durant la période 2022-2023, la société affiche une quasi stagnation de ses revenus à 561 MDH.

Par mesure de prudence, nous retenons une croissance normative pour « *Season* » autour des 2% durant notre période d'analyse, en cohérence avec l'évolution de la consommation des ménages aux Etats-Unis à 3%. Ce profil de croissance n'intègre pas la commercialisation des nouvelles gammes de produits hors « *Seafood* » ou encore le développement des marques propres de Mutandis au niveau des produits de la Mer (exemple de la marque *Anny* qui pourrait être commercialisée chez plusieurs distributeurs aux Etats-Unis).

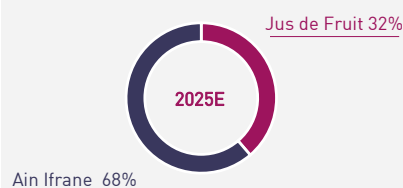
MUTANDIS : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ SEASON

SEASON	2022R	2023R	2024E	2025E	2026E
CA (MDH)	561	561	572	583	595
Variation	-	-	+2,0%	+2,0%	+2,0%
Poids Season (%)	24,1%	23,0%	24,6%	23,4%	23,1%

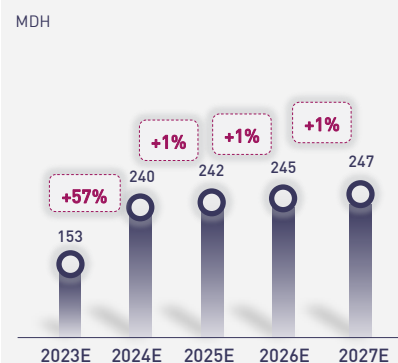
MUTANDIS : ACQUISITION AIN IFRANE

MDH	
PRIX D'ACQUISITION	372
CA	240
EBE	50
P/E (X)	14,8

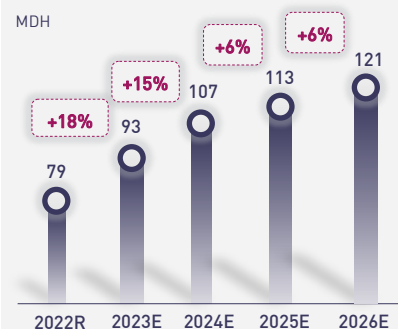
MUTANDIS : CA BOISSONS 2025E



MUTANDIS : ÉVOLUTION CA AIN IFRANE



MUTANDIS : ÉVOLUTION CA JUS DE FRUIT



Sources : Etats financiers Mutandis, Calculs & Estimations AGR

VERS UNE AMÉLIORATION CONTINUE DES NIVEAUX DE MARGE À HORIZON 2026E

Après la dégradation des niveaux de profitabilité de Mutandis entre 2021 et 2022 suite à la non répercussion du renchérissement des intrants sur les prix de vente, l'opérateur devrait amorcer à compter de 2023 une phase favorable marquée par un effet de rattrapage des marges.

À l'instar de 2023, l'année 2024E connaîtrait une poursuite du réajustement haussier des marges par rapport à leurs niveaux pré-covid. À l'origine, une atténuation plus rapide de l'inflation et ce, en comparaison aux prix de vente. L'implémentation des nouvelles gammes (*Hygiène Corporelle & Hydrolysats*) et la dernière acquisition de « *Ain Ifrane* » devraient soutenir davantage les niveaux de profitabilité de l'opérateur.

HPC : Une amélioration des marges soutenue par l'atténuation des pressions inflationnistes

- Les marges EBE de l'Activité « *Détergents* » devraient revenir à leurs niveaux d'avant crise à 17% en 2024E contre 10% en 2022R. L'effort de rationalisation des charges et l'expertise acquise en termes de reformulation ont permis une économie de près de 60 MDH ;
- L'Activité « *Hygiène Corporelle* » devrait afficher une marge supérieure aux « *Détergents* », soit de 20% en 2025E et une cible de 23% à MT. Tenant compte de la montée en charge des marques propres de l'opérateur, l'EBE « *HPC* » afficherait un rythme de croissance de +7,7% durant la période 2024E-2026E.

Produit de la Mer : Achèvement d'un nouveau palier de profitabilité soutenu par « *Hydrolysats* »

- Tenant compte de la montée en charge progressive des produits « *Hydrolysats* » à forte VA dans l'Activité « *PDM* » à compter de 2025E, nous prévoyons une hausse de l'EBE de +63% durant la période 2024E-2026E. À eux seuls, les produits *Hydrolysats*, contribuent à près de 40% dans l'EBE agrégé *PDM*, soit une cible de 40 MDH en 2026E ;
- Avec une marge d'EBE stable de l'Activité « *PDM* » à 10% et un niveau cible de 40% pour les produits « *Hydrolysats* », la marge d'EBE agrégée de l'Activité « *PDM* » gagnerait +3,7 pts durant la période 2024E-2026E, passant de 10,0% à 13,7%.

Boissons : Une amélioration attendue de la profitabilité suite à l'intégration de « *Ain Ifrane* »

- Forte du développement continu des marques « *Jus de fruit* » et de la contribution de « *Ain Ifrane* » avec un EBE cible de 24 MDH en 2024E, l'Activité « *Boissons* » franchirait un nouveau seuil d'EBE. Celui-ci évoluerait de 10,0 MDH en 2022 à plus de 40,0 MDH à compter de 2025E, année pleine de mise en commercialisation.
- Tenant compte d'une contribution de plus de 60% de « *Ain Ifrane* » à l'EBE « *Boissons* », la marge d'EBE devrait s'apprécier de près de +1,8 pts, passant de 10,9% en 2024E à 13,7% en 2026E.

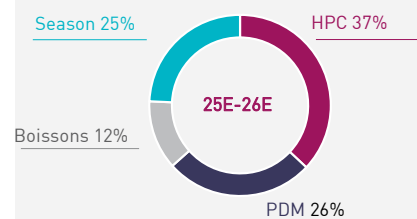
Season : Consolidation de la profitabilité de la marque à horizon 2026E

- Tenant compte des perspectives d'évolution du mix-produit de « *Season* » à travers l'implémentation progressive des produits à plus forte valeur ajoutée, l'EBE afficherait un profil de croissance supérieur à celui du CA, soit un TCAM de +2,2% sur la période 2023-2026E.
- Il s'agit d'un scénario conservateur en raison des différents leviers de croissance dont dispose « *Season* ». Ainsi, la marge d'EBE devrait se stabiliser autour des 16% durant la période étudiée.

MUTANDIS : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'EBE ET DES MARGES PAR ACTIVITÉ

EBE & MARGE	2022R	2023R	2024E	2025E	2026E
EBE HPC	70	123	129	138	150
Marge EBE HPC	10,2%	17,4%	17,3%	17,6%	17,9%
EBE PDM	110	55	65	102	107
Marge EBE PDM	16,7%	8,5%	10,0%	13,4%	13,7%
EBE Boissons	10	24	38	44	50
Marge EBE Boissons	12,3%	9,9%	10,9%	12,3%	13,7%
EBE Season	86	92	94	96	98
Marge EBE Season	15,3%	16,4%	16,5%	16,5%	16,5%

MUTANDIS : STRUCTURE DE L'EBE 25E-26E



Sources : Etats financiers Mutandis, Calculs & Estimations AGR



FRANCHISSEMENT DE LA BARRE DES 150 MDH DE BÉNÉFICES À HORIZON 2026E

Notre scénario de croissance de Mutandis sur la période 2024E-2026E repose sur 4 postulats :

- (1) Intégration de « *Ain Ifrane* » dans le périmètre de consolidation de Mutandis en 2024E. La cession de CMB plastique pour un montant de 330 MDH impliquerait une réduction du Gearing et par conséquent, le poids des charges financières et ce, dans l'attente de saisir de nouvelles opportunités d'investissement ;
- (2) La mise en service du nouveau site industriel à Berrechid durant le T4-2023. Ce dernier tient compte de 3 nouvelles unités pour un investissement de 285 MDH dont deux sont dédiées aux « *Détergents* » & « *Jus de fruit* ». L'objectif étant de remplacer les anciennes unités afin d'augmenter leur capacité de production. Cet investissement permettrait d'absorber la croissance organique du marché domestique de 3% et par conséquent, de préserver les parts de marché naturelles de l'opérateur. La 3^{ème} unité est destinée aux nouveaux produits « *Hygiène Corporelle* » à compter de 2024E ;
- (3) Une volonté du Top Management de poursuivre sa stratégie de croissance à travers le lancement de nouveaux produits dans les gammes existantes (*Détergents*, *Jus de fruit* et *l'Hydrolysats* dans les *PDM*) tout en bénéficiant de la dynamique du secteur des biens de la grande consommation au Maroc ;
- (4) Tirer profit des synergies qui peuvent être dégagées de la flotte importante de l'activité « *Eau* ». Concrètement, Mutandis est en mesure de relever ses volumes de vente et ses parts de marché dans le segment des « *Jus de fruit* ».

Nos hypothèses de croissance des indicateurs opérationnels et financiers sont comme suit :

- ⇒ Le CA afficherait un TCAM de +5,4% sur 2024E-2026E pour dépasser les 2.500 MDH. En effet, l'opérateur devrait récolter les fruits de son effort d'investissement durant la période 2021-2023, à travers l'acquisition de « *Season* » (2021) et « *Ain Ifrane* » (2023). Néanmoins, nous nous attendons à une décélération du CA en 2024E suite à la cession de « *CMB* » ;
- ⇒ Avec une contribution à l'EBE similaire à « *Ain Ifrane* » (50 MDH), la cession de « *CMB* » ne devrait pas avoir d'impact sur la profitabilité du Groupe. Le profil de croissance de l'EBE afficherait un niveau supérieur à celui du CA à +10% durant la période étudiée. À l'origine, la contribution des nouvelles briques d'Activité, des nouvelles gammes de produit et un effet de rattrapage positif des marges en lien avec l'atténuation de l'inflation. Au final, la marge d'EBE gagnerait +1,3 pts, passant de 13,8% à 15,1% sur la période 2024E-2026E ;
- ⇒ Tenant compte du barème dégressif du taux d'IS à 20% à horizon 2026E, de la CSS⁽¹⁾ de 3,5% et de l'allègement des frais financiers, le RNPG récurrent de Mutandis afficherait un TCAM de +13% sur la période 2024E-2026E. Ce dernier franchirait la barre des 150 MDH au terme de cette période. À noter que les bénéfices 2024E affichés devraient intégrer le produit de la plus-value sur cession de « *CMB* » de 87 MDH.

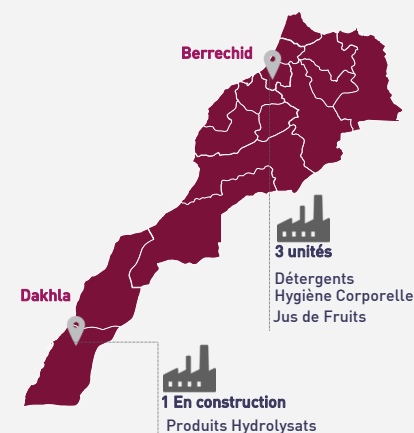
MUTANDIS : COMPTE DE RÉSULTATS PRÉVISIONNEL SUR LA PÉRIODE 2023E-2025E

EN MDH	2022R	2023R	2024E	2025E	2026E
CA consolidé	2.329	2.442	2.320	2.491	2.576
Variation	+38,2%	+4,9%	-5,0%	+7,4%	+3,4%
EBE consolidé	269	335	320	369	388
Marge EBE	11,5%	13,7%	13,8%	14,8%	15,1%
REX consolidé	175	228	213	253	260
Marge REX	7,5%	9,3%	9,2%	10,1%	10,1%
RNPG récurrent	99	112	123 ⁽²⁾	148	156
Variation	+69,9%	+13,0%	+9,1%	+21,1%	+5,0%

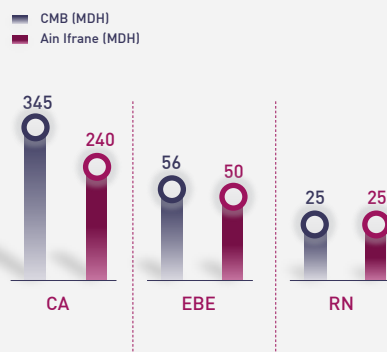
(1) Taux d'IS intégrant la contribution sociale de solidarité de 3,5% pour les sociétés dont le bénéfice net est inférieur à 100 MDH.

(2) Hors éléments exceptionnels en 2024 liés à la plus-value sur cession de CMB de 87 MDH.

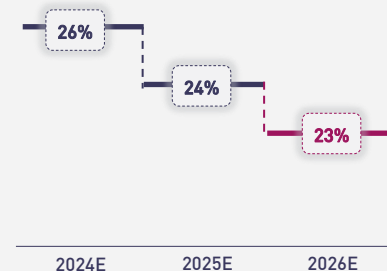
MUTANDIS : NOUVELLES UNITÉS



MUTANDIS : COMPARATIF CMB VS. AIN IFRANE



MUTANDIS : ÉVOLUTION TAUX D'IS⁽¹⁾ CONSOLIDÉ



SYNTHÈSE DE NOTRE VALORISATION SOMME DES PARTIES

Le tableau ci-dessous synthétise nos hypothèses de croissance des activités du Mutandis durant la période 2024E-2026E ainsi que leur contribution aux résultats consolidés. À ce stade, il est important de souligner la normalisation attendue du CAPEX passant d'une moyenne annuelle de 233 MDH durant la période 2021-2024E à 60 MDH à compter de 2025E.

MUTANDIS : PLAN D'AFFAIRES PRÉVISIONNEL 2024E-2026E (MDH)

ACTIVITÉS	POIDS DANS L'EBE 26E	MARGE EBE 24E-26E	TCAM EBE 24E-26E	CAPEX 24E-26E	BFR 24E-26E	TCAM FCF ⁽¹⁾ 24E-26E
HPC	37,0%	17,6%	7,7%	20,8	27,6	108,0%
BOISSONS	12,3%	12,3%	14,7%	11,8	42,8	53,9%
PRODUIT DE LA MER	26,4%	12,4%	27,7%	51,2	204,9	87,3%
SEASON	24,3%	16,5%	2,0%	NS	106,7	2,1%

Notre valorisation fondamentale du titre Mutandis repose sur la méthode des DCF « somme des parties ». À l'issue de notre exercice, nous aboutissons à une valeur cible des Fonds Propres de 2.929 MDH, équivalente à un cours par Action de **317 DH**. Il s'agit d'un potentiel d'appréciation du titre en Bourse de +21% et ce, en comparaison au cours observé le 08 avril 2024. À cet effet, nous recommandons d'**ACHETER** le titre Mutandis.

La valeur des fonds propres tient compte des paramètres suivants :

- ⇒ Une Valeur d'Entreprise (VE) de 3.689 MDH. L'« HPC » et les « Produits de la Mer » représentent 69 % de la VE agrégée. « Season »⁽²⁾ pour sa part, contribue à hauteur de 17% à la VE contre 13% pour l'activité « Boissons » ;
- ⇒ Une participation financière dans le capital de CFG Bank estimée à 233 MDH⁽³⁾ et un produit de cession de CMB plastique post-IS estimé à 231 MDH ;
- ⇒ Un endettement net à fin 2023 de 1.224 MDH.

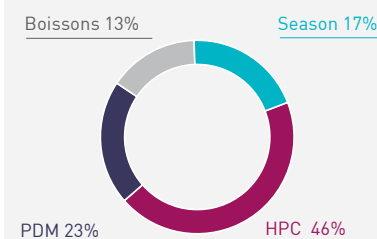
Les WACC retenus pour chaque activité tiennent compte des paramètres suivants :

- ⇒ Un BDT 10 ans de 3,7% [Cf-AGR-Hebdo Taux], Une Prime de risque de 6% par la méthode du sondage [Cf-prime de Risque], Un coût de la Dette avant impôt (Kd) de 4,7% et Un levier financier cible de 30%. Ce dernier tient compte du désendettement progressif du Groupe amorcé à compter de 2023. Pour chaque activité, nous avons retenu un **bêta**⁽⁴⁾ spécifique sur la base des comparables à l'international (voir Annexe) ;
- ⇒ Le **taux de croissance à l'infini** retenu est entre 2% et 3%, en ligne avec le profil d'évolution à long terme de la consommation des ménages au Maroc et à l'international.

MUTANDIS : VENTILATION DE LA VALEUR ÉCONOMIQUE PAR ACTIVITÉ

ACTIVITÉS	EN MDH	%
Hygiène (Maison & Corporelle)	1.702	46%
Boissons (Jus de fruit & Ain Ifrane)	488	13%
Produits de la Mer (dont Hydrolysats)	861	23%
Season Brand	637	17%
Valeur économique	3.689	100%
Endettement net 2023	1.224	-
Cession CMB plastique	231	-
Participation CFG Bank	233	-
Valeur des Capitaux Propres	2.929	
Nombre de titres	9.246.737	
Valeur par Action	317 DH	

MUTANDIS : VENTILATION DE LA VE



MUTANDIS : BETA PAR ACTIVITÉ⁽⁴⁾

BETA	
HPC	0,99
BOISSONS	0,99
PRODUITS DE LA MER	1,10

PARAMÈTRES D'ACTUALISATION

PARAMÈTRES	
Taux BDT 10 ans	3,7%
Prime de risque	6,0%
Coût de la dette	4,7%
Gearing cible	30,0%

MUTANDIS : WACC PAR ACTIVITÉ

WACC	
HPC	8,2%
BOISSONS	8,2%
PRODUITS DE LA MER	8,6%

(1) TCAM FCF de l'activité PDM tient compte de la période 2025E-2026E. Le FCF 2024E ressortirait négatif en raison de l'impact des CAPEX Hydrolysats de 77 MDH.

(2) La valorisation de l'activité Season est présentée en Annexe et repose sur la méthode des multiples boursiers.

(3) La détermination de la participation de CFG tient compte d'un cours moyen depuis son introduction en Bourse en décembre 2023 de 152 DH.

(4) La détermination des Beta par Activité selon la méthode des comparables est présentée en Annexe.

Sources : Etats financiers Mutandis, Calculs & Estimations AGR

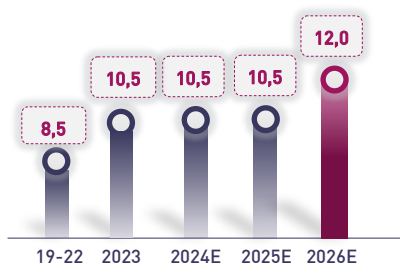
AMÉLIORATION ATTENDUE DES MULTIPLES DE VALORISATION SUR LE MT

Vers un nouveau palier de dividende à horizon 2026E

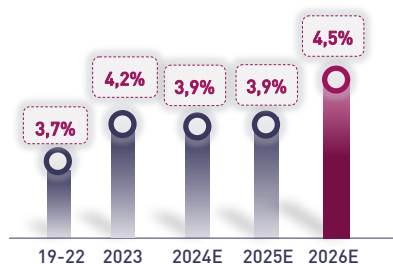
Tenant compte de l'amélioration continue de la capacité bénéficiaire sur la période 2024E-2026E et de la normalisation attendue des CAPEX, Mutandis serait en mesure de franchir un nouveau palier en termes de dividende. Plus en détails :

- ⇒ Sur la base d'un taux de distribution moyen de 60%, le DPA évoluerait de 8,5 DH sur la période 2019-2022 à 10,5 DH durant 2023-2025E puis à 12 DH à compter de 2026E ;
- ⇒ Le D/Y cible devrait se maintenir à des niveaux corrects sur le MT soit entre 4% et 5%, un niveau supérieur au rendement moyen du marché Actions de 3,5%.

MUTANDIS : ÉVOLUTION DU DPA



MUTANDIS : ÉVOLUTION DU D/Y

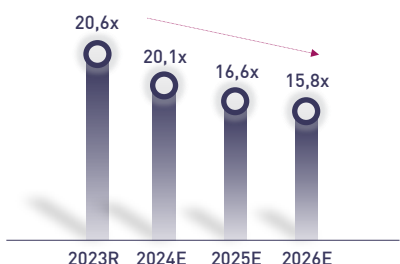


Impact visible de la soutenabilité de la croissance sur l'attractivité du titre

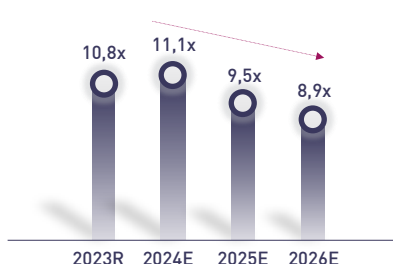
Le profil de croissance à la fois soutenu et régulier de Mutandis se traduirait positivement sur ses multiples de valorisation en Bourse :

- ⇒ Sur la base d'un TCAM des bénéfices de +11,5% sur 2023-2026E, le P/E du titre se situerait à moins de 16,0x en 2026E, affichant une décote de 37% par rapport à ses niveaux normatifs observés durant la période 2019-2023, soit de 25x ;
- ⇒ Grâce à l'amélioration attendue des marges, l'EBE afficherait un TCAM supérieur à la croissance du CA, soit de +5,1% durant la période 2023-2026E. Par conséquent, le multiple VE/EBE 26E du titre s'établirait à 8,9x offrant une décote de 17% par rapport à ses niveaux normatifs observés durant la période 2019-2023, soit de 10,7x.

MUTANDIS : ÉVOLUTION DU P/E (x) RÉCURRENT



MUTANDIS : ÉVOLUTION DU VE/EBE (x)



[1] Cours arrêtés le 05/04/2024

Sources : Etats financiers Mutandis, Calculs & Estimations AGR

ANNEXE1 CALCUL DU BETA SELON LA MÉTHODE DES COMPARABLES

BLOOMBERG: MUT MC

OPÉRATEURS DISTRIBUTIONS	PAYS	ACTIVITÉ	GEARING	β DÉSENDETTÉ	β ENDETTÉ CIBLE
HINDUSTAN UNILIVER	Inde	HPC & Jus	2%	0,47	0,70
UNILIVER INDONESIA	Indonésie	HPC & Jus	32%	0,52	0,77
HELEN OF TROY	Etats-Unis	HPC & Jus	65%	0,82	1,21
KAO CORPORATION	Japon	HPC & Jus	24%	0,52	0,78
LION CORPORATION	Japon	HPC & Jus	12%	0,27	0,40
AVON PRODUCTS	Etats-Unis	HPC & Jus	14%	1,37	2,03
BAKKAFORST	Etats-Unis	HPC & Jus	37%	0,68	1,01
MOYENNE			24%		0,99
LERØY SEEFOD	Norvège	Produits de la mer	44%	0,56	0,83
CNFC OVERSEAS	Chine	Produits de la mer	3%	0,83	1,23
MINH PHU SEAFOOD	Vietnam	Produits de la mer	68%	0,75	1,11
CNFC OVERSEAS FISHERIES	China	Produits de la mer	3%	0,83	1,23
SHANGHAI KAICHUANG MARINE INTERNATIONAL	China	Produits de la mer	33%	0,70	1,04
MOYENNE			30%		1.10

ANNEXE2 VALORISATION DE « SEASON » SELON LA MÉTHODE DES MULTIPLES BOURSIERS

Par mesure de prudence, nous avons retenu un multiple VE/EBE de 6,8x et ce, pour la valorisation de « Season ». Ce ratio est estimé sur la base du prix d'acquisition de cette société par Mutandis en 2021. Sur la base d'un EBE cible récurrent de 94 MDH à horizon 2024E, la valeur économique de « Season » serait estimée à 637 MDH.

HYPOTHÈSES DE CALCUL DU TAUX D'ACTUALISATION

SEASON - ETATS-UNIS	
VE/EBE (x) (sur la base de la dernière transaction)	6,77
EBE cible MDH	94
VE induite MDH	637

[1] Cours arrêtés le 05/04/2024

Sources : Etats financiers Mutandis, Calculs & Estimations AGR

MUTANDIS AGROALIMENTAIRE | MAROC |

BLOOMBERG: MUT MC

Croissance (%)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
CA Publié	-4,5%	20,7%	38,2%	4,9%	-5,0%	7,4%	3,4%
EBE Ajusté	-1,0%	-0,6%	20,1%	24,5%	-4,3%	15,3%	5,1%
REX	-9,5%	-0,9%	31,7%	30,0%	-6,4%	18,6%	2,8%
Résultat Net PDG	-17,4%	-13,4%	69,9%	13,0%	9,1%	21,1%	5,0%
DPA	0,0%	0,0%	0,0%	23,5%	0,0%	0,0%	14,3%
Profitabilité / Rentabilité	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Marge EBE	16,1%	13,3%	11,5%	13,7%	13,8%	14,8%	15,1%
Marge Opérationnelle	9,6%	7,9%	7,5%	9,3%	9,2%	10,1%	10,1%
Taux d'IS Apparent	28,6%	25,3%	26,2%	28,0%	26,0%	24,0%	23,0%
Marge Nette	4,8%	3,5%	4,3%	4,6%	5,3%	6,0%	6,0%
ROE	6,9%	6,0%	7,5%	8,0%	8,6%	10,0%	10,1%
Payout	100,5%	116,1%	79,0%	86,4%	79,2%	65,4%	71,2%
P&L (MDH)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
CA Publié	1.396	1.685	2.329	2.442	2.320	2.491	2.576
EBE	225	224	269	335	320	369	388
DAM	91	87	91	102	107	117	129
REX	134	133	175	228	213	253	260
Impôt	26	21	37	39	43	47	47
Résultat Net	68	59	100	113	123	149	156
Minoritaires	0	0	0	0	0	0	0
RNPG	68	59	99	112	123	148	156
Bilan (MDH)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Capitaux Propres	980	975	1.328	1.407	1.432	1.483	1.542
Minoritaires	4,4	4,6	4,5	5,0	5,7	5,9	6,2
Capitaux Propres Consolidés	984	979	1.333	1.411	1.438	1.489	1.548
BFR	191	218	387	313	383	374	386
Endettement Net	429	773	814	1.224	1.149	1.133	1.110
Gearing (%)	30,4%	44,1%	37,9%	46,5%	44,4%	43,2%	41,8%
Flux de Trésorerie (MDH)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Variation BFR	43,6	26,9	168,7	-73,6	69,6	-9,1	12,7
CAPEX récurrent	71,2	139,7	59,1	60,3	59,6	60,6	56,0
Taux d'IS normatif	29%	25%	26%	28%	26%	24%	23%
Multiples de valorisation	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	25,8	35,5	23,1	20,6	20,1	16,6	15,8
D/Y (%)	3,9%	3,3%	3,4%	4,2%	3,9%	3,9%	4,5%
P/B (x)	1,8	2,1	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6
VE/EBE (x)	9,6	12,7	11,6	10,8	11,1	9,5	8,8
VE/CA (x)	1,6	1,7	1,3	1,4	1,6	1,4	1,4
Données par Action (DH)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cours fin de période	218	260	248	250	267	267	267
BPA	8,5	7,3	10,8	12,2	13,3	16,1	16,8
DPA	8,5	8,5	8,5	10,5	10,5	10,5	12,0
ANA	122,5	121,9	143,7	152,1	154,9	160,4	166,8

[1] Cours arrêtés le 05/04/2024.

Sources : Etats financiers Mutandis, 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

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

FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djadjo
+237 681 77 89 40
u.djadjo@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 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 67 41 19 567
e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 09
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.darwish@barclays.com

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'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 pourra 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.

