



## SNEP

## Un contexte devenu favorable

Parachimie

Reuters/ Bloomberg : SNP.CS/SNP MC

Maroc

Yassine MABROUK

+522427822

[y.mabrouk@bmcek.co.ma](mailto:y.mabrouk@bmcek.co.ma)

Dounia FILALI

+524265859

[d.filali@bmcek.co.ma](mailto:d.filali@bmcek.co.ma)

Cours

MAD 819

Au 26/04/2022

Objectif de cours

MAD 1 040

Précédent : 850



Recommandation

Acheter

Précédente : Accumuler

## Une valeur à acheter

Avec un cours cible de MAD 1 040 (P/E cibles de 17,6x en 2022<sup>e</sup> et de 15x en 2023<sup>e</sup>) et compte tenu d'un Upside de +27% comparativement au cours de clôture du 26/04/2022, nous recommandons d'acheter le titre et ce, compte tenu des perspectives prometteuses de l'unique opérateur en pétrochimie coté en Bourse.

## Une position de leader

SNEP est le leader du marché marocain des produits vinyliques ainsi que des produits issus de l'électrolyse. La société intervient en amont de toute l'industrie nationale auprès des clients évoluant dans divers secteurs d'activité avec une couverture passant de 55% à 75% des besoins du marché local après la hausse de sa capacité de production à 90k tonnes.

## Bonne visibilité jusqu'en 2024

A mi-parcours de son ambition de réduire ses coûts via sa stratégie d'augmentation de production et sa maîtrise industrielle, SNEP poursuit progressivement l'amélioration de ses marges, portant sa marge EBITDA à 23% à horizon 2023<sup>e</sup> contre 22% en 2021. En effet, le Groupe devrait davantage bénéficier des effets d'économie d'échelle induits lui permettant à l'avenir d'améliorer ses marges.

## Des performances opérationnelles en amélioration

La stratégie de développement entamée par l'opérateur de parachimie devrait lui permettre d'élargir sa gamme d'offre nationale en termes de quantité et de diversité. Parallèlement, en tant qu'unique producteur de résine PVC et de chlore liquéfié du pays, l'opérateur dispose d'un avantage concurrentiel considérable lui permettant de satisfaire les besoins du marché national dans des secteurs à fort potentiel de croissance.

## Indicateurs boursiers clés et actionnariat

	2020a	2021a	2022p	2023p
BPA	33,4	52,8	59,1	69,3
PER	13,9x	13,6x	13,9x	11,8x
DPA	15,0	20,0	25,0	25,0
Payout	38%	44%	53%	45%
D/Y	3,2%	2,8%	3,1%	3,1%
P/B	1,7x	2,3x	2,4x	2,2x
YNNA HOLDING	63%			
Flottant	37%			

Source : BMCE Capital Global Research

## Informations boursières

Cours (MAD)	819
Objectif de cours	1 040
Upside	27%
Recommandation	Achat
Nombre d'actions (M)	2,4
Capitalisation boursière (MMAD)	1 966
Reuters/ Bloomberg	SNP.CS/SNP MC
Perf. y-t-d	13,8%
Haut/Bas 12m	871/560
Volatilité	26,60%

Source : BMCE Capital Global Research

## Valorisation de la société (1/3)

### CATALYSEURS DE CROISSANCE

- ✓ Leader des produits d'électrolyse au Maroc avec une part de marché de 75% ;
- ✓ Mesures anti-dumping protégeant l'industrie locale de plusieurs sources d'importation (Etats-Unis, Union Européenne et Mexique) ;
- ✓ Maintien d'une forte demande en PVC au Maroc et à l'international ;
- ✓ Gain de productivité grâce à l'amélioration de l'efficacité opérationnelle
- ✓ Poursuite des efforts déployés par les autorités pour l'extension du réseau de l'eau potable et de l'évolution des stations de traitement devant booster le segment Electrolyse ;
- ✓ Localisation industrielle adéquate, à proximité de la mine de sel gemme de Mohammedia et du marché centre, regroupant la majorité des opérateurs dans la transformation du plastique et le gros de la consommation ;
- ✓ Finalisation de la phase 1 du projet d'augmentation de capacité.

### RISQUES DE VALORISATION

- ✗ Activité hautement énergivore avec un coût énergétique en hausse atténué toutefois par l'utilisation de l'énergie renouvelable suite au contrat avec l'opérateur éolien NAREVA ;
- ✗ Fluctuation des cours du l'éthylène et de la soude à l'international ;
- ✗ Rallongement des délais de paiements

### ≡ Méthode de valorisation

Pour les besoins de l'évaluation de SNEP, nous nous sommes basés sur la méthode d'actualisation des cash-flows futurs –DCF et avons retenu comme hypothèses (i) le maintien d'un up trend de la demande pour les produits de l'électrolyse sur la période 2022-2031 et (ii) le renforcement des capacités de production à 120 KT en PVC et 115 KT en Soude.

#### Nouvelles vs. anciennes hypothèses de valorisation

	Nouvelles hypothèses	Anciennes hypothèses	Impact sur la valorisation
TCAM CA 22-31	4,3%	3,8%	↑
Marge EBITDA moyenne 22-31	22%	17%	↑
<b>Taux actualisation</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,4%</b>	↑
Taux sans risque	2,43%	2,38%	↑
Prime de risque	8,10%	7,9%	↑
Gearing cible	30%	30%	↔
Bêta	0,95	0,9	↑
<b>Taux de croissance à l'infini</b>	<b>1,00%</b>	<b>0,0%</b>	↑

Source: BMCE Capital Global Research

Notre modèle DCF fait ressortir un cours cible de MAD 1 040.

## Valorisation de la société (2/3)

### Evolution des principaux agrégats financiers et projections

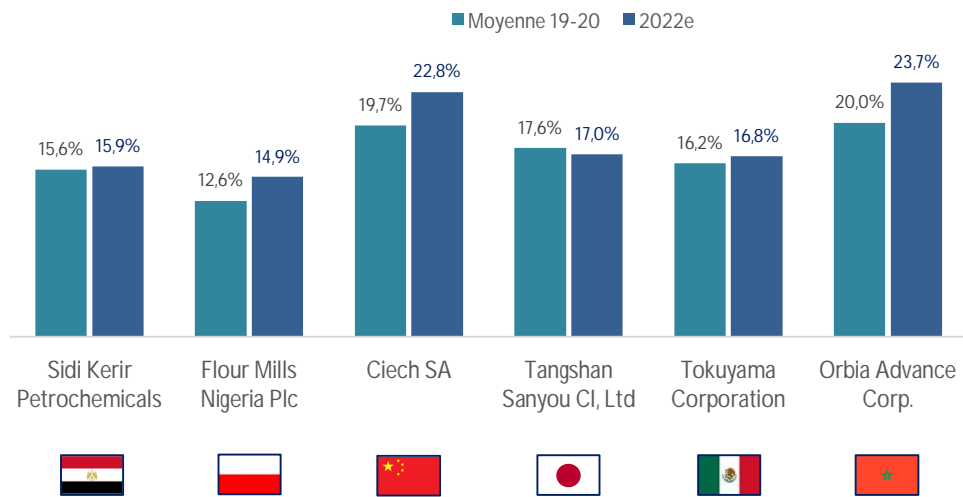
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Valeur terminale
M MAD							
EBE	280,3	302,7	314,2	342,6	387,3	422,3	
-Impôts	70,1	75,7	78,6	85,7	96,8	105,6	
+Gains sur amortissements	14,7	15,5	17,0	18,4	20,4	20,9	
Investissement	82,8	83,2	84,2	65,4	67,3	67,8	
FCF	80,3	166,6	148,9	170,0	180,4	263,5	3 279,6
Facteur d'actualisation	0,93	0,86	0,79	0,73	0,67	0,62	

Valeur entreprise	2 495,3	2022e	2023e	
+Somme des FCF actualisés	1 193,7	BPA	59,1	69,3
+Valeur terminale actualisée	1 458,7	PER cible	17,6x	15,0x
-Endettement net	157,1			
Nombre d'actions (en millions)	2,4			
Objectif de cours	1 040			
Price	819			
Upside/downside	27%			

Source: BMCE Capital Global Research

### Un niveau de marge satisfaisant

Marges EBE : Moyenne 19-20 & prévisions 2022<sup>e</sup> (Peers internationaux vs. SNEP)



Source: INFRONTANALYTICS, BMCE Capital Global Research

## Valorisation de la société (3/3)

Tableau 1 : Les scénarios retenus pour la valorisation de SNEP

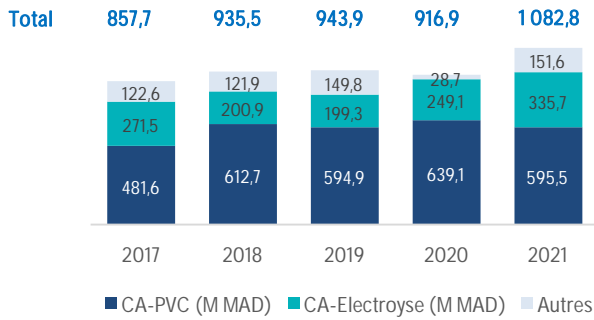
Bitter scenario	Scénario central	Sweet scenario
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Non reconduction des mesures anti-dumping après 2024 ;</li> <li>• Hausse du coût d'électricité au Maroc à EUR 120 GWH contre une baisse du coût en Europe à EUR 60 GWH à horizon 2023 ;</li> <li>• Report du projet d'extension jusqu'en 2028</li> <li>• Impact de l'inflation sur les marges opérationnelles en 2022 de -1,3 pts ;</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Afflux massif des importations</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maintien des mesures anti-dumping jusqu'en 2025 ;</li> <li>• Développement du secteur automobile ainsi que la poursuite d'extension des infrastructures d'amélioration de la gestion hydrique ;</li> <li>• La poursuite de la de la stratégie d'export ver l'Europe et la Turquie ;</li> <li>• Finalisation de la phase 2 du projet d'extension au T2 2024</li> <li>• Aucun impact sur les marges de l'opérateur ;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maintien des mesures anti-dumping jusqu'en 2031 ;</li> <li>• Fixation d'un coût d'électricité toujours inférieur à celui en Europe ;</li> <li>• Développement de l'activité à l'export pour se fixer entre 5% et 8% (contre 2% en 2020) ;</li> <li>• Finalisation de la phase finale du projet d'extension au T1 2024 ;</li> <li>• Evolution des activités à forte valeur ajoutée (PVC &amp; polypropylène) ;</li> <li>• Développement du secteur immobilier ;</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Avantage concurrentiel international</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Développement des ventes à l'export</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA 2022<sup>e</sup> : M MAD 1 277,7*</li> <li>• MOP 2022<sup>e</sup> : 16,4%</li> <li>• RNPG 2022<sup>e</sup> : M MAD 128,8</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cours cible : MAD 863</li> <li>• P/E 2022<sup>e</sup> : 16,1x</li> <li>• P/E 2023<sup>e</sup> : 12,5x</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA 2022<sup>e</sup> : M MAD 1 277,7</li> <li>• MOP 2022<sup>e</sup> : 18,1%</li> <li>• RNPG 2022<sup>e</sup> : M MAD 141,8</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cours cible : MAD 1 040</li> <li>• P/E 2022<sup>e</sup> : 17,6</li> <li>• P/E 2023<sup>e</sup> : 15x</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA 2022<sup>e</sup> : M MAD 1 472,6</li> <li>• MOP 2022<sup>e</sup> : 18,8%</li> <li>• RNPG 2022<sup>e</sup> : M MAD 172,6</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cours cible : MAD 1 112</li> <li>• P/E 2022<sup>e</sup> : 15,5x</li> <li>• P/E 2023<sup>e</sup> : 12,7x</li> </ul>

\*: Nous estimons que le chiffre d'affaires du bitter scenario en 2022 serait le même que celui du scenario central vu que les réalisations commerciales de ce scenario ne seraient impactés qu'à partir de 2024 (date d'échéance des mesures anti-dumping)

# Company Overview

## Une performance commerciale soutenue

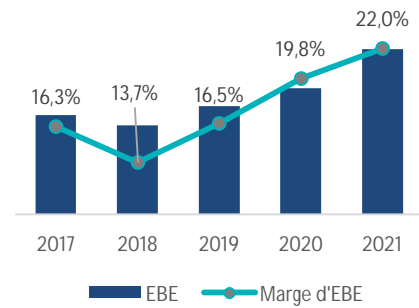
Evolution des ventes (En M MAD)



Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

## Des niveaux de marges robustes

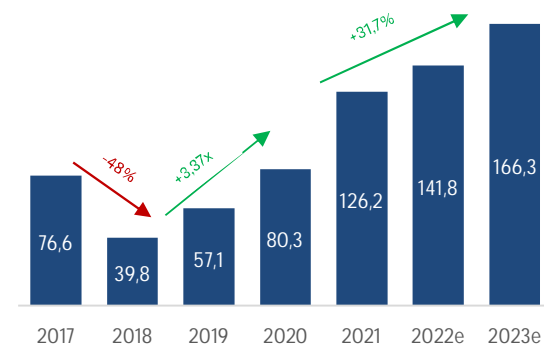
Evolution de la marge d'EBE (En M MAD)



Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

## Une stratégie d'extension payante

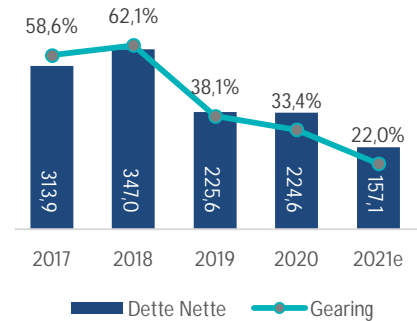
Evolution du RNPG (En M MAD)



Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

## Un endettement en allègement à fin 2021

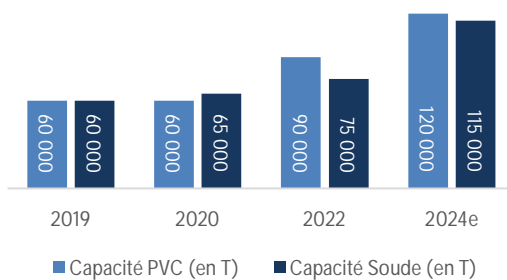
Evolution de l'endettement net du Groupe (En M MAD)



Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

## Une évolution progressive du tonnage

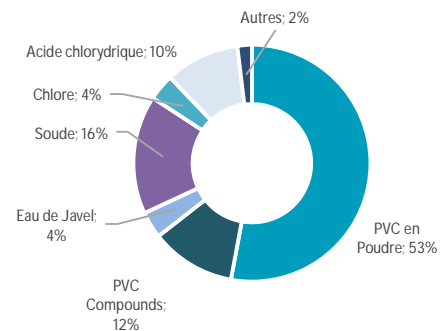
Evolution des capacités de productions (en tonnes)



Source: BMCE Capital Global Research

## Une production diversifiée

Répartition de la production du Groupe par produit

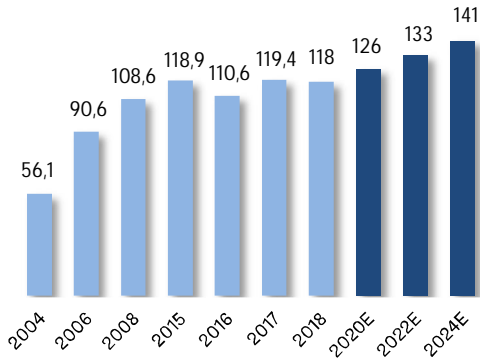


Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

# Industry Overview

## Une demande en PVC en progression

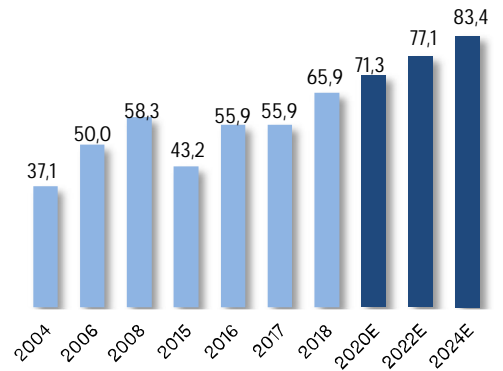
Evolution de la demande nationale en PVC et Compound (K T)



Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

## Une soude fortement demandée

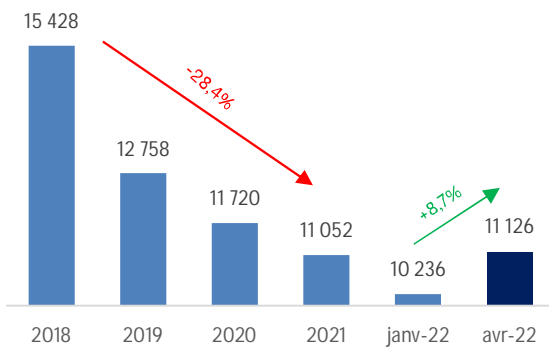
Evolution de la demande nationale en Soude (K T)



Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

## Dans un contexte de reprise des niveaux de cours

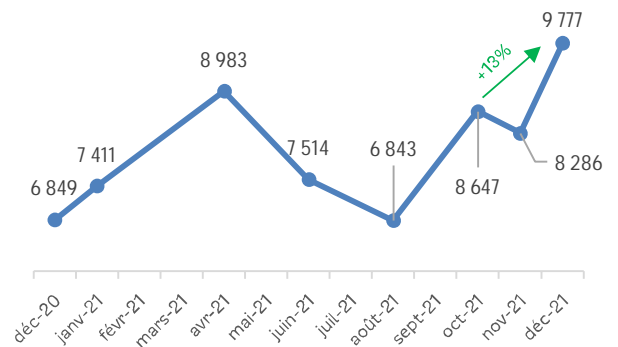
Evolution du cours d'oxyde d'éthylène (MAD/Tonnes)



Source: COMMOPRICES, BMCE Capital Global Research

## Une évolution à la hausse des prix du PVC

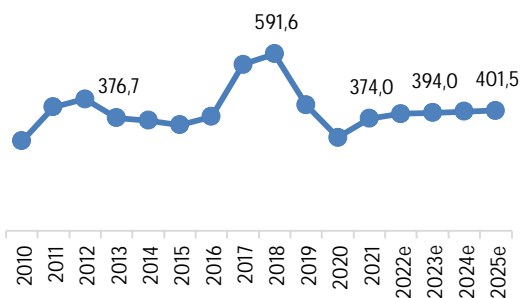
Evolution du prix du PVC (MAD/tonne)



Source: Ministère de l'Équipement et de l'Eau

## Un retour à la stabilité du prix de la soude

Evolution du prix de la soude caustique (USD/T)



Source: REFINITIV EIKON

# Analyse financière et prévisions (1/2)

## Evolution des principaux agrégats financiers et projections

IFRS en M MAD	2021e	2022e	Var %	2023e	Var %
Chiffre d'affaires Groupe	<b>1 082,8</b>	<b>1 277,7</b>	18,0%	<b>1 317,3</b>	3,1%
EBIT	196,3	229,4	16,9%	248,5	8,3%
Marge d'EBIT	18,1%	18,0%	-0,2pt	18,9%	0,9pt
EBITDA	<b>238,1</b>	<b>280,3</b>	17,7%	<b>302,7</b>	8,0%
Marge d'EBITDA	22,0%	21,9%	-0,1pt	23,0%	1,0pt
RNPG Groupe	<b>126,2</b>	<b>141,8</b>	11,9%	<b>166,3</b>	17,3%
Marge nette	11,7%	11,1%	-0,6pt	12,6%	1,5pt
CAPEX	70,8	82,8	16,9%	83,2	0,5%
Dette nette Groupe	<b>157,1</b>	<b>231,7</b>	47,5%	<b>168,9</b>	-27,1%
Dette nette / EBITDA	0,7	0,8	0,2pt	0,6	-26,9pt

## Indicateurs financiers de SNEP

Indicateurs d'activité (M MAD)	Bitter scenario			Scénario central			Sweet scenario		
	2022 <sup>e</sup>	2023 <sup>e</sup>	2024 <sup>e</sup>	2022 <sup>e</sup>	2023 <sup>e</sup>	2024 <sup>e</sup>	2022 <sup>e</sup>	2023 <sup>e</sup>	2024 <sup>e</sup>
CA consolidé	1 278	1 317	1 389	1 278	1 317	1 416	1 278	1 546	1 623
REX consolidé	209,5	233,2	266,5	229,4	248,5	253,3	240,2	292,2	241,8
Marge opérationnelle	16,4%	17,7%	19,2%	18,0%	18,9%	17,9%	18,8%	18,9%	14,9%
Résultat net consolidé	128,8	155,7	178,7	141,8	166,3	169,6	149,5	184,0	189,9
Marge nette	10,1%	11,8%	12,9%	11,1%	12,6%	12,0%	11,7%	11,9%	11,7%
RNPG	128,8	148,2	178,8	141,8	166,3	169,6	149,5	184,0	189,9

Source: SNEP, BMCE Capital Global Research

- Rappelons que pour le bitter scenario, l'investissement lié au projet d'extension des capacités de production serait reporté. Consécutivement, cela devrait induire une hausse de la marge opérationnelle sur l'année 2024. L'arrêt momentané de la production dans le scénario central devrait ralentir la dynamique commerciale, cependant cet arrêt garderait des niveaux de marges confortables suite à la baisse des coûts de production. Cependant, sur le long terme, l'aboutissement de ce projet impliquerait une meilleure marge opérationnelle grâce à l'économie d'échelle dont le Groupe devrait disposer ;
- D'autre part, le sweet scenario considère qu'une amélioration du chiffre d'affaires international devrait maintenir les marges de la société même si elle devrait augmenter le CAPEX pour la finalisation de la phase 2 de son projet d'extension.

## ≡ Performances commerciales

### Réalisations 2020-2021 :

- 📌 A l'issue de 2021 et dans un contexte d'amélioration des performances économiques de la société, SNEP affiche une belle moisson avec un chiffre d'affaires en appréciation de +18,1% à M MAD 1 082,8 intégrant notamment le renforcement de sa capacité de production ;
- 📌 Sur le seul T4 2021, le chiffre d'affaires du Groupe a gagné +26,9% à M MAD 316,3 en glissement annuel (+26,8% en séquentiel) capitalisant sur le double effet prix/volume favorable à la dynamique commerciale du Groupe ;
- 📌 Rappelons qu'à fin 2020, SNEP a enregistré un repli limité du chiffre d'affaires annuel consolidé de -2,9% à M MAD 916,9, après un premier semestre marqué par un recul des ventes des produits vinyliques, le second semestre a connu une reprise de cette activité, et un maintien de la tendance haussière des produits d'électrolyse. Parallèlement et à l'issue de 2020, les ventes à l'export intègrent 2,3% chiffre d'affaires du Groupe à M MAD 20,8.

## Analyse financière et prévisions (2/2)

### Outlook

- 📌 **FY-22<sup>E</sup>** : Nous estimons une hausse du CA de +18 % en 2022 à M MAD 1 277,7 intégrant principalement (i) un effet prix favorable attendu dans le sillage de la répercussion anticipée de la hausse des cours de l'éthylène sur les prix de vente, et (ii) un effet d'année pleine à 90k tonnes de PVC et 75k tonnes de soude ;
- 📌 En 2023, les revenus de la société devraient se hisser de +3,1% à M MAD 1 317,3, tirés par la commercialisation prévue de produits à forte valeur ajoutée. En effet, SNEP devrait vraisemblablement renforcer son offre en PVC Compound destiné notamment à l'industrie automobile (pour fabrication de tableaux de bords et de câbles multipolaires en PVC).

### ≡ Résultats opérationnels

#### Réalisations FY 2021 : Des marges renforcées dans un contexte de crise sanitaire

- 📌 L'EBITDA affiche une hausse 31,1% en y-o-y à M MAD 238,1 profitant notamment par la bonne performance commerciale basée sur une reprise de plusieurs marchés à faible cyclicité, notamment l'agroalimentaire, l'adduction d'eau potable ou encore l'irrigation, lui permettant ainsi de diversifier son risque et de soutenir ses revenus récurrents. Ces mêmes secteurs d'intervention affichent un potentiel de croissance important au vu des efforts de l'Etat Marocain qui a mis en place plusieurs programmes de développement ;
- 📌 De facto, la marge d'EBITDA s'établit à 22% en hausse de +3,2 pts comparativement à fin 2020 .

### Outlook

- 📌 **FY-22<sup>E</sup> -23<sup>E</sup>** : A l'issue de 2022, l'EBE devrait afficher une hausse de +17,7% à M MAD 280,2 reflétant le double effet de la dynamique commerciale et de la poursuite de l'optimisation des charges opérationnelles entamées en 2021. Partant, la marge EBE devrait maintenir sa progression pour gagner +1 pts à 23% à l'issue de 2023 ;
- 📌 Progression anticipée, dans ce sillage, du REX de +16,9% à M MAD 229,4 portant la marge opérationnelle à 18% en 2022, puis à 18,9% en 2023, soit une appréciation de +0,9pts en glissement annuel.

### ≡ Rentabilité

#### Réalisations FY 2021 : Une capacité bénéficiaire en amélioration

- 📌 Intégrant les éléments précités, le RN consolidé de SNEP gagne +57,8% à M MAD 126,2, stabilisant la marge nette à 11,7% (contre 8,8% au FY 2020).

### Outlook

- 📌 **FY-22<sup>E</sup>** : Hausse de la capacité bénéficiaire de SNEP qui devrait gagner +5,7% à M MAD 141,8 en 2022<sup>e</sup> (contre M MAD 126,2 en 2021) principalement en raison d'une reprise escomptée de l'activité et de la finalisation de la première phase du plan d'extension entamé en 2018, portant ainsi sa marge nette à 11,1% . En 2023, le bottom line de SNEP devrait afficher une amélioration de +17,3% à M MAD 166,3.

### ≡ Investissements

#### Réalisations FY 2021 : Des investissements fortement soutenu

- 📌 S'agissant des investissements, SNEP a mobilisé une enveloppe en hausse de +38,7% à M MAD 181,9 en glissement annuel (+30% en séquentiel), consacré au **projet d'extension des capacités de production**.

### ≡ Endettement

#### Réalisations FY 2021 : Un endettement net en allègement

- 📌 Un endettement financier global en baisse à M MAD 157,1 contre M MAD 224,6 en 2020 vraisemblablement suite à la poursuite du programme d'investissement de SNEP ;
- 📌 Sur le seul T4 2021, l'endettement net du Groupe s'allège de -12% par rapport à l'endettement enregistré au 30/06/2021 à M MAD 178,6. Consécutivement, le gearing baisse en passant de 24% au T3 2021 à 22% en fin d'année.

### Outlook

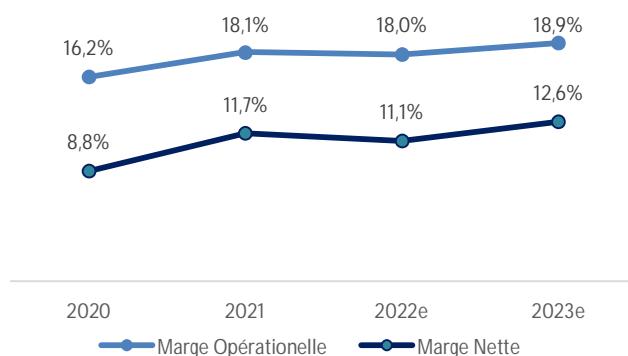
- 📌 **FY-21<sup>E</sup> -22<sup>E</sup>** : Avec un niveau de gearing inférieur à 25%, SNEP dispose d'une capacité d'endettement quasi-intacte qu'elle peut mobiliser pour le développement de nouveaux projets d'extension.

## Perspectives (1/4)

### ≡ Vers une meilleure efficacité opérationnelle...

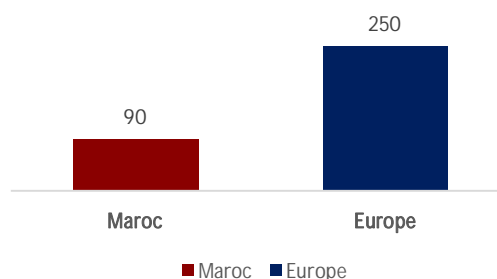
Favorisée par un contexte moins contraignant que par le passé, SNEP en a profité pour renforcer significativement son avantage concurrentiel, lui permettant aujourd'hui de mieux adresser son marché domestique et de son positionner également à l'export. Cela devrait se traduire par une amélioration de sa marge opérationnelle attendue à 17,1% en 2021<sup>e</sup> contre 16,2% en 2020.

#### Marge opérationnelle et marge nette de SNEP (2020-2022<sup>e</sup>)



L'avantage de la fixation tarifaire nationale

#### Coût d'électricité industrielle au Maroc vs. en Europe en GW/h en février 2022



Source: ONEE, BMCE Capital Research

### ≡ ...grâce à l'aboutissement du programme d'extension des capacités de production...

Profitant des conditions de marché favorables actuelles, le leader national de la parachimie devrait poursuivre son projet d'augmentation de capacités de production initié à partir de 2018. En effet et afin de répondre à une demande industrielle croissante au Maroc, **SNEP devrait augmenter sa capacité de production de PVC pour la porter de 90 000 tonnes en PVC et 65 000 tonnes en soudes actuellement, à 120 000 tonnes de capacité PVC et 115 000 de soude à horizon 2024**. Notons que SNEP vient de finaliser la phase d'augmentation des capacités de 70k à 90k en 2021.

**A terme, les extensions de capacités susmentionnées devraient permettre à la société d'améliorer sa productivité et ainsi sa compétitivité prix, élément qui pourrait lui ouvrir de nouvelles opportunités à l'international.** Signalons que l'entreprise a réalisé en 2020 près de M MAD 20,1 de son chiffre d'affaires à l'export principalement envers 3 marchés à savoir l'Espagne, l'Afrique de l'Ouest et la Turquie.

### ≡ ... et un maintien des mesures anti-dumping

Le retour en grâce de l'équilibre financier de SNEP est également redevable à la mise en œuvre par les autorités publiques de mesures anti-dumping contre les importations de PVC en provenance de l'Union Européenne et du Mexique.

Rappelons qu'en décembre 2018, la société a introduit une nouvelle requête de réexamen de mesures anti-dumping sur les importations de PVC en provenance des Etats-Unis. Celles-ci devraient arriver à échéance le 27 décembre 2023, au moment où celles en provenance de l'UE et du Mexique devraient être renouvelées post 2022.

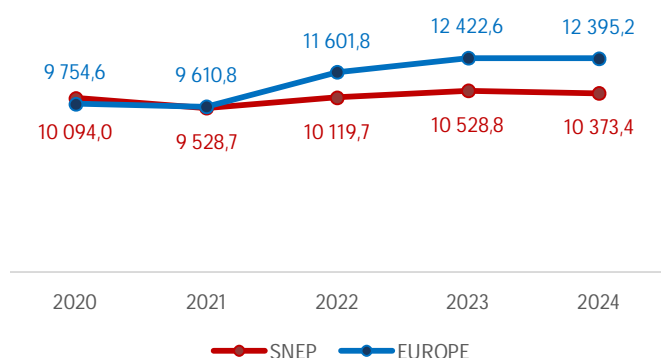
## Perspectives (2/4)

### ≡ Ambition de se positionner à l'export

**SNEP ambitionne d'exporter près de 20% de son CA vinylique à l'horizon 2024 (selon les prévisions du Management)**. Son levier est principalement une meilleure maîtrise opérationnelle pour profiter de la dynamique de la demande internationale. Cela reste conditionné par le renforcement à venir de ses capacités de production et du maintien du différentiel favorable à la société en matière de coût énergétique. En outre, **l'obtention de certifications de qualité (ISO 9001: 2015), d'approches environnementales (ISO 14001: 2015) et de sécurité (OHSAS 18001: 2007), représenterait un avantage compétitif à l'export en Europe et en Turquie.**

Un prix de revient avantageux

Coût de revient de la production de PVC au Maroc vs en Europe (MAD/T)



Source: BMCE Capital Research

Tenant compte d'un coût d'électricité de EUR 90/GWH au Maroc contre EUR 250/GWH en Europe, SNEP devrait profiter de cet avantage concurrentiel pour (i) améliorer ses marges opérationnelles, (ii) et renforcer son offre sur le marché international. Selon toute vraisemblance, le prix de revient du PVC en Europe aurait dépassé en 2022 celui de SNEP, cette disparité qui devrait augmenter à cause de la poursuite de la hausse du coût d'énergie en Europe pourrait éventuellement octroyer un avantage décisif pour la filiale pétrochimique du groupe YNNA HOLDING.

### ≡ La prise de participation stratégique dans DIMATIT

En février 2021, une augmentation de capital de DIMATIT réservée à SNEP a été réalisée pour un montant total de M MAD 60 portant la participation de cette dernière de 34% à 46,5%.

A terme, nous estimons qu'une éventuelle fusion-absorption de DIMATIT par SNEP pourrait avoir du sens car elle donnerait au Groupe une force de frappe plus importante notamment sur l'intégration en aval des synergies industrielles et commerciales entre les deux structures.

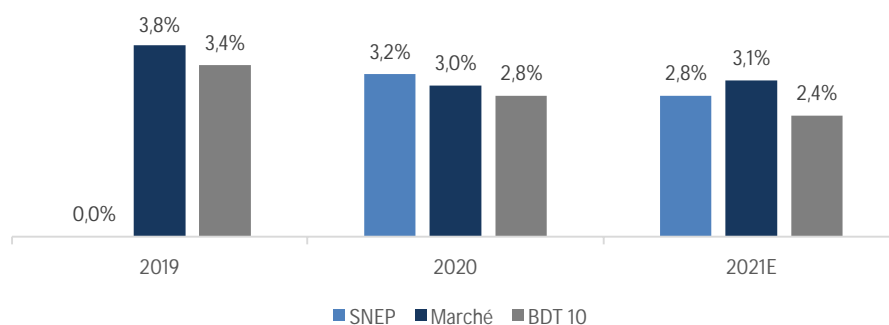
### ≡ Une marge de distribution alléchante sur les prochaines années

Sur les 5 dernières années, la distribution du dividende de SNEP est faible par rapport à celle du marché. Avec une moyenne de dividend yield de 2%, SNEP préserve un niveau de dividende prudent et se présente plus comme une valeur de croissance plutôt qu'une valeur de rendement.

## Perspectives (3/4)

Un dividend yield inférieur à celui du marché

Dividend Yield de SNEP vs. celui du marché vs. BDT 10



Source: Bourse de Casablanca, BMCE Capital Global Research

### Outlook

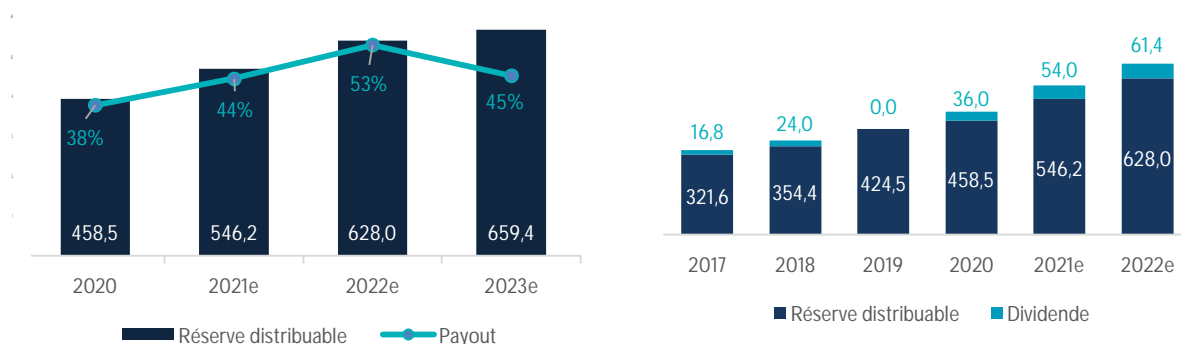
- Compte tenu du niveau solide de ses réserves sociales avec un niveau de M MAD 402,8 au 30/06/2021, la société dispose, en principe, d'une capacité de distribution importante, pouvant se traduire par une augmentation possible du dividend yield sur les prochaines années.

Un matelas de distribution conséquent

Réserves de distribution en M MAD (basé sur les résultats sociaux) et Payout de SNEP

Une enveloppe distribuée historiquement prudente

Réserves de distribution (basé sur les résultats sociaux) vs Dividende distribué M MAD



Source: Bourse de Casablanca, BMCE Capital Global Research

Source: Bourse de Casablanca, BMCE Capital Global Research

\***Réserve distribuable** : Report à Nouveau +Autres Réserves+ Primes de Fusion/Emission/Apport+ Résultat Net Social – Dividende Distribué

## Perspectives (4/4)

### ≡ Enjeux et implications stratégiques



Enjeux	Implications stratégiques	Opportunités/Menaces
Concurrence	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importantes barrières à l'entrée sur le plan industriel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Eventualité de retour de la concurrence étrangère</li> </ul>
Intrants	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Optimisation des coûts à travers les énergies alternatives</li> <li>• Différentiel du coût énergétique fossile aujourd'hui avantageux</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Contrats de livraisons de l'Ethylène et du DCE à des prix concurrentiels</li> <li>✗ Eventuelle révision à la hausse du prix du GWH au Maroc</li> </ul>
Intégration en amont	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Extension des capacités de productions</li> <li>• Amélioration des procédés industriels</li> <li>• Amélioration des marges</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Finalisation de la phase 1 du projet d'extension ;</li> <li>✓ Renforcement des PDM et conquête de nouveaux marchés à l'internationale .</li> </ul>
Marché	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volatilité des cours de l'éthylène et par conséquent du PVC</li> <li>• Hausse de la facture énergétique</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ Impact négatif sur les marges ;</li> <li>✗ Impact sur la compétitivité locale et internationale.</li> </ul>

### ≡ Prévisions 2022

#### Prévisions BKR vs. Guidance Groupe (M MAD)

	Nouvelles prévisions BKR 2022 <sup>E</sup>	Anciennes prévisions BKR 2022 <sup>E</sup>	Nouvelles prévisions BKR vs. anciennes
Chiffre d'affaires Groupe	1 277,7	1 185,7	↑
EBITDA Groupe	280,3	212,2	↑

Source: Société, BMCE Capital Global Research

**Tenant compte de la hausse des prix des intrants tel que l'Ethylène ou le Dichloroéthane, la société pourrait impacter ses prix de ventes grâce son pricing power élevé du fait de sa position, aujourd'hui, quasi-monopolistique.**

Partant, nous tablons pour SNEP sur :

- Un CA consolidé en hausse de +18% à M MAD 1 277,7 en 2022 intégrant notamment, un effet prix toujours positif ainsi qu'une demande nationale de produits d'électrolyse dynamique dans le sillage d'une reprise observée sur les chantiers nationaux de construction et d'irrigation. En social, le CA devrait afficher une progression similaire à M MAD 1 197 ;
- Une bonification de l'EBE de +12,4% à M MAD 280,3 sous l'effet d'une meilleure maîtrise industrielle du Groupe. L'EBE en social devrait gagner +4,6% à M MAD 167,9 ;
- Et un RN consolidé en progression de +11,7% à M MAD 141,8 à fin 2022 contre M MAD 126,2 en 2021.

## Executive Summary

COMPTES DE RESULTAT (M MAD)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
CA consolidé	943,9	916,9	1082,8	1277,7	1317,3
EBITDA consolidé	156,2	181,7	238,1	280,3	302,7
EBIT consolidé	117,7	148,2	196,3	229,4	248,5
RN consolidé	57,1	80,3	126,2	141,8	166,3
RNPG	57,1	80,3	126,2	141,8	166,3
BILAN & AUTRES ELEMENTS (M MAD)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Total fonds propres part du Groupe	591,7	671,9	762,7	832,4	902,7
BFR	262,5	256,1	228,1	289,9	282,6
Dette nette	225,6	224,6	157,1	231,7	168,9
VARIATIONS & MARGES	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Variation du CA	0,9%	-2,9%	18,1%	18,0%	3,1%
Variation de l'EBITDA	21,5%	16,3%	31,1%	17,7%	8,0%
Variation de l'EBIT	29,3%	25,9%	32,5%	16,9%	8,3%
Variation du RNPG	43,7%	40,5%	57,9%	11,9%	17,3%
Marge d'EBITDA	16,5%	19,8%	22,0%	21,9%	23,0%
Marge d'EBIT	12,5%	16,2%	18,1%	18,0%	18,9%
Marge nette	6,1%	8,8%	11,7%	11,1%	12,6%
RATIOS	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Gearing	38%	33%	22%	28%	19%
Dette nette/EBITDA	144%	124%	70%	83%	56%
ROE	10%	12%	17%	17%	18%
DONNES PAR ACTION (MAD)	2019	2020	2021e	2022e	2023e
BPA Publié	23,8	33,4	52,8	59,1	69,3
Dividende net/Action	0,0	15,0	20,0	25,0	25,0
VALORISATION	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E	20,0	13,9	13,6	13,9	11,8
P/B	1,9	1,7	2,3	2,4	2,2
D/Y	0,0%	3,2%	2,8%	3,0%	3,0%
Payout ratio	0,0%	38%	44%	53%	45%
VE ET CAPITALISATIONS BOURSIERE (M MAD)					
Cours (MAD)	477	465	720	819	819
Nombre d'actions (millions)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Capitalisation boursière	1144,8	1116,0	1728,0	1965,6	1965,6

Source: Société, estimations BMCE Capital Global Research

NB : Cours de fin d'années fiscales pour les années historiques et derniers cours pour les années estimées

## Système de recommandations

BMCE Capital utilise un système de recommandation absolu. Ainsi, la recommandation de chaque valeur est adoptée en fonction du rendement total, c'est-à-dire du potentiel de hausse (distribution de dividendes et rachats d'actions ompris) à horizon 12 mois.

BMCE Capital utilise 5 recommandations : Achat, Accumuler, Conserver, Alléger, Vendre. Dans des cas spécifiques et pour une courte période, l'analyste peut choisir de suspendre son opinion, auquel cas il utilise les mentions Suspendu ou Non suivi, termes qui sont définis ci-dessous

## Définition des différentes recommandations

**Achat** : la valeur devrait générer un gain total de plus de 20% à horizon 12 mois ;

**Accumuler** : la valeur devrait générer un gain total compris entre 10% et 20% à horizon 12 mois ;

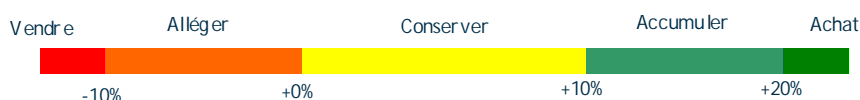
**Conserver** : la valeur devrait générer un gain total compris entre 0% et 10% à horizon 12 mois ;

**Alléger** : la valeur devrait accuser une baisse totale comprise entre 0% et -10% à horizon 12 mois ;

**Vendre** : la valeur devrait accuser une baisse totale de plus de -10% à horizon 12 mois ;

**Suspendu / Pas de recommandation** : pour des raisons déontologiques, motif d'une opération capitalistique (OPA, OPE ou autre) ou d'un changement d'analyste ;

**Non suivi** : cette mention est utilisée pour les sociétés au moment de leur introduction en Bourse ou avant l'initiation de couverture.



Ce système de recommandation est donné à titre indicatif. Les analystes peuvent s'en écarter en cas d'évolution erratique ou ponctuelle du cours en Bourse d'une valeur. Le changement de recommandation n'est donc pas systématique et peut, dans certains cas, n'intervenir qu'après une période d'observation permettant de confirmer la tendance du titre en Bourse.

## Méthodes de valorisation

Ce document peut faire référence aux méthodes de valorisation suivantes :

**DCF** : La méthode des cash flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des flux de trésorerie que la société dégagera à l'avenir. Cette méthode s'appuie sur des estimations établies sur la base d'un certain nombre d'hypothèses. Nous prenons comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de la société et le coût des fonds propres estimés par l'analyse, pondérés par le poids de chacun dans le financement de la société.

**Somme des parties** : Cette méthode consiste à valoriser séparément les différentes activités de la société, sur la base de méthodes appropriées à chacune d'entre elles, et puis à les additionner.

**Comparaisons boursières** : Cette méthode consiste à comparer les ratios de la société à ceux d'un échantillon de sociétés présentes dans la même activité ou présentant un profil similaire (les « comparables ». La moyenne de l'échantillon permet de fixer une référence de valorisation. L'analyste applique par la suite une prime ou une décote en fonction de sa vision de la société (perspectives de croissance, niveau de rentabilité, etc.).

**Anglo-saxons** : La méthode des anglo-saxons consiste à déterminer la valeur actuelle des superprofits devant être dégagés par la société dans le futur tenant compte du minimum du ratio de solvabilité

## Disclaimer

En recevant le présent document, le destinataire accepte de manière ferme et irréfragable d'être lié par les termes et limitations ci-après.

Le présent document a été préparé et diffusé par les entités et affiliées de BANK OF AFRICA- BMCE Group parmi lesquelles, l'ensemble des entités du Groupe BMCE Capital S.A., (ci-après désignées conjointement, par « **BANK OF AFRICA- BMCE Group** »).

Le présent document ne constitue pas une offre de contrat, une sollicitation, un conseil ou une recommandation de la part du Groupe Bank of Africa, en vue de l'achat ou de la vente du ou des produits qui y sont décrits. Les informations contenues dans le présent document sont communiquées à titre purement indicatif et n'ont aucune valeur contractuelle. Elles sont sujettes à des modifications à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des fluctuations de marché.

Avant tout investissement dans le produit objet des présentes, le destinataire doit procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des avantages et des risques du produit du point de vue juridique, fiscal et comptable, en consultant s'il le juge nécessaire, ses propres conseils en la matière ou tous autres professionnels compétents. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

Sous réserve du respect des obligations que la loi met à la charge des entités de BANK OF AFRICA- BMCE Group, le destinataire et / ou les destinataires du présent document, déclarent expressément et irrévocablement que les entités de BANK OF AFRICA- BMCE Group, ne pourront nullement être tenues responsables des conséquences financières ou de tous autres préjudices directs ou indirects de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement dans ledit produit ou de l'utilisation quelconque qui sera faite du document. Les entités du Groupe Bank of Africa attirent l'attention du destinataire sur le fait que la valeur de marché des produits peut fluctuer significativement en raison de la volatilité des paramètres de marché et de la valeur des références sous-jacentes. Elle peut, le cas échéant, (i) être nulle et conduire dans cette situation à la perte totale du montant initialement investi, (ii) voire négative (ce qui signifie qu'elle consiste en un montant dû par vous) et conduire à un risque de perte illimitée. La valeur de remboursement du produit peut être inférieure au montant de l'investissement initial. Dans certaines situations, les investisseurs peuvent perdre jusqu'à la totalité de leur investissement.

Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BANK OF AFRICA- BMCE Group n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission, y compris en cas de négligence ou d'imprudence. Les éléments des présents documents relatifs aux données de marché sont fournis sur les bases de données constatées à un moment précis et qui sont susceptibles de varier. Les chiffres relatifs aux performances et simulations de performances passées ont trait à des périodes antérieures et ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs.

Le présent document a été préparé à l'intention de son ou de ses destinataires. Il est destiné à leur seul usage interne. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers. Si un particulier venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document et devra consulter ses propres conseillers.

Le produit objet des présentes, peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou dans certains pays en vertu des réglementations spécifiques et / ou nationales applicables à ces personnes ou dans ces pays. Il vous appartient donc de vous assurer que vous êtes autorisé à investir dans ce produit. En investissant dans ce produit, vous déclarez à BANK OF AFRICA- BMCE Group, que vous êtes dûment autorisé, par votre statut juridique et / ou vos règlements internes, à cette fin et ce, tout au long de la subsistance de votre relation avec l'une quelconque des entités du Groupe Bank of Africa.

Le présent document en ce compris l'ensemble des informations, explications, données, marques, logos, raisons sociales et noms de domaine, etc. sont la propriété exclusive de, ou ont été valablement acquis par BANK OF AFRICA- BMCE Group. Il est totalement interdit de copier, modifier, reproduire, republier, distribuer, afficher ou transmettre ce contenu au profit d'une personne de droit privé et/ou de droit public, pour des objectifs lucratifs ou non-lucratifs; et ce indépendamment du support ou du moyen de communication et sans prendre en compte la bonne ou mauvaise foi de la personne réalisant l'une des actions susmentionnées. Ce contenu est pour usage individuel et strictement personnel. Il ne peut servir à une exploitation à objet ou à fin commerciale. Ces interdictions ne peuvent connaître aucune exception, sauf quand les personnes dûment considérées propriétaires des droits de propriété intellectuelle de ce contenu y conviennent.