

CMT

Une mine bien généreuse

Mines

Reuters/ Bloomberg : CMT.CS/CMT MC

Maroc

Younes MOUCHTARI

+212 5 22 42 78 27

y.mouchtari@bmcek.co.ma

Ghita BENIDER

+212 5 24 26 58 59

g.benider@bmcek.co.ma

Cours

MAD 1 917

Au 02/08/2022

Objectif de cours

MAD 2 222

Précédent : 1 904



Recommandation

Acheter

Précédente : conserver

Une valeur à acheter

Avec un cours cible de MAD 2 222 (P/E cibles de 22,5x en 2022^e et de 17,8x en 2023^e) et compte tenu d'un Upside de +16% comparativement au cours de clôture du 02/08/2022, nous recommandons d'acheter le titre et ce, compte tenu des perspectives prometteuses du plus grand producteur de plomb au niveau national.

Une acteur de référence

CMT figure parmi les principaux acteurs miniers du Royaume et se positionne en tête de liste en ce qui concerne la production de plomb. En effet, la société détient plusieurs projets en phase d'exploitation, de développement ou d'exploration et un portefeuille composé de trois métaux (plomb, zinc et argent), l'argent étant un byproduct de l'extraction du plomb.

Indicateurs boursiers clés et actionariat

	2020	2021	2022e	2023e
BPA	26,5	90,5	98,7	125,2
PER	57,3x	19,4x	19,4x	15,3x
DPA	120,0	88,0	93,8	118,9
Payout	665%	96%	95%	95%
D/Y	7,9%	5,0%	4,9%	6,2%
P/B	3,9x	4,9x	5,2x	4,8x
Flottant		48,6%		
OSEAD Maroc Mining		37,0%		
CIMR		14,4%		

Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Bonne visibilité jusqu'en 2024

A mi-parcours de son ambition d'améliorer l'efficacité opérationnelle et la productivité sur le site de Tighza et sa stratégie ambitieuse de développement de nouveaux projets, CMT poursuit l'up grade de ses installations notamment avec la mise en service prochaine du nouveau puits sur le site de Tighza devant induire une baisse des cash-costs du Groupe et ainsi une amélioration de sa marge opérationnelle.

Un niveau de distribution généreux

CMT figure parmi les valeurs qui offrent à leurs actionnaires les niveaux de rendement les plus intéressants du marché avec des DPA de MAD 120 en 2020 et de MAD 88 en 2021, soit un D/Y de 7,9% et 5% respectivement (contre 3,0% pour le marché en 2020 et 3,6% en 2021). Le Groupe devrait rester fidèle à sa politique de distribution historique et adopter un payout de l'ordre de 90% à 95% de son résultat net social.

Informations boursières

Cours (MAD)	1 917
Objectif de cours	2 222
Upside	16%
Recommandation	Achat
Nombre d'actions (M)	1,7
Capitalisation (M MAD)	3 223
Reuters/Bloomberg :	CMT.CS/CMT MC
Perf. y-o-y	13,0%
+Haut/+Bas 12 mois :	2147.00/1641.00
Volatilité	23,5%

Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Valorisation de la société (1/4)

CATALYSEURS DE CROISSANCE

- ✓ Leader dans la production de plomb au niveau national avec 20 105 T produits en 2021 ;
- ✓ Des niveaux de prix pouvant potentiellement repartir à la hausse ;
- ✓ Mise en service du nouveau puits prévue en 2023^F devant améliorer significativement la production et réduire les cash-costs ;
- ✓ Entrée du projet de Tabaroucht en phase de développement, devant permettre au Groupe d'exploiter des ressources cuprifères estimées à 2 millions de tonnes d'une teneur de 1,4% offrant ainsi un relais de croissance potentiel et l'opportunité de diversifier son portefeuille de métaux ;
- ✓ Une structure du capital et une communication plus transparentes suite à l'acquisition d'OSEAD par AUPLATA qui en devient l'actionnaire de référence ;
- ✓ Une politique de distribution généreuse avec un D/Y de 5% en 2021 (vs. 3,1% pour le marché).

RISQUES DE VALORISATION

- ✗ Dépendance de la société vis-à-vis du plomb qui a représenté 87% de sa production en 2021 ;
- ✗ Interruption de la tendance haussière des métaux de base qui a replongé dans le rouge durant le T2 2022 avec une baisse du cours du plomb de -14,8% depuis le début de mai et dont la volatilité est élevée comme pour tous les métaux de base ;
- ✗ Activité à forts risques environnementaux.

≡ Méthode de valorisation

Pour les besoins de l'évaluation de CMT, nous nous sommes basés sur la méthode d'actualisation des cash-flows futurs –DCF et avons retenu comme hypothèses (i) le maintien des cours du plomb à des niveaux similaires à ceux observés récemment, durant la période prévisionnelle (ii) le renforcement des capacités de production grâce à l'entrée en service du nouveau puits au S2 2023 et (iii) une légère baisse de la marge opérationnelle induite par la hausse des prix des carburants et des réactifs.

Nouvelles vs. Anciennes hypothèses de valorisation

	Nouvelles hypothèses	Anciennes hypothèses	Impact sur la valorisation
TCAM CA 22-31	5,5%	4,4%	↑
Marge EBITDA moyenne 22-31	48,9%	51,1%	↓
Taux actualisation	8%	8,2%	↓
Taux sans risque	2,41%	2,41%	-
Prime de risque	8,10%	8,10%	-
Gearing cible	40%	40%	-
Bêta	1,10	1,15	↓
Taux de croissance à l'infini	1,50%	1,50%	-

Source: BMCE Capital Global Research

Notre modèle DCF fait ressortir un cours cible de MAD 2 222, soit un upside de +16% par rapport au cours du 02/08/2022.

Valorisation de la société (2/4)

Evolution des principaux agrégats financiers et projections

	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e	2025 ^e	2026 ^e	2027 ^e	Valeur terminale
M MAD							
EBE	245,4	296,1	336,1	373,7	394,7	418,6	
-Impôts	43,0	51,8	58,8	65,4	69,1	73,3	
+Gains sur amortissements	8,2	9,6	9,6	10,3	10,6	11,1	
Investissement	30,0	42,8	47,0	46,9	35,3	37,0	
FCF	251,6	289,4	244,8	316,0	341,5	376,8	3 632,7
Facteur d'actualisation	0,96	0,89	0,82	0,76	0,71	0,65	

Valeur entreprise	3 736	2022 ^e	2023 ^e	
+Somme des FCF actualisés	2 371,8	BPA	98,7	125,2
+Valeur terminale actualisée	1 748,6	PER cible	22,5x	17,8x
-Endettement net	384			
Nombre d'actions (en millions)	1,7			
Objectif de cours	2 222			
Price	1 917			
Upside/downside	16%			

Source: BMCE Capital Global Research

Dans le tableau ci-dessous, nous avons réalisé une analyse de sensibilité de l'upside obtenu dans notre modèle de valorisation en fonction de l'évolution des cours des métaux extraits par le Groupe. Les limites supérieures et inférieures de notre tableau de sensibilité correspondent à peu près aux cours les plus élevés et les plus faibles enregistrés durant les dix dernières années.

Analyse de sensibilité de l'upside de CMT en fonction de l'évolution du cours du Plomb et du Zinc

	Evolution du cours du plomb											
	1 550	1 650	1 750	1 850	1 950	2 050	2 150	2 250	2 350	2 450	2 550	2 650
1 450	-7,49%	-3,30%	0,88%	5,06%	9,24%	13,42%	17,60%	21,78%	25,96%	30,14%	34,33%	38,51%
1 700	-5,77%	-1,59%	2,59%	6,77%	10,95%	15,13%	19,31%	23,49%	27,67%	31,86%	36,04%	40,22%
1 950	-4,06%	0,12%	4,30%	8,48%	12,66%	16,84%	21,02%	25,21%	29,39%	33,57%	37,75%	41,93%
2 200	-2,35%	1,83%	6,01%	10,19%	14,37%	18,55%	22,74%	26,92%	31,10%	35,28%	39,46%	43,64%
2 450	-0,64%	3,54%	7,72%	11,90%	16,08%	20,27%	24,45%	28,63%	32,81%	36,99%	41,17%	45,35%
2 700	1,07%	5,25%	9,43%	13,62%	17,80%	21,98%	26,16%	30,34%	34,52%	38,70%	42,88%	47,06%
2 950	2,78%	6,96%	11,15%	15,33%	19,51%	23,69%	27,87%	32,05%	36,23%	40,41%	44,59%	48,78%
3 200	4,49%	8,68%	12,86%	17,04%	21,22%	25,40%	29,58%	33,76%	37,94%	42,12%	46,31%	50,49%
3 450	6,21%	10,39%	14,57%	18,75%	22,93%	27,11%	31,29%	35,47%	39,66%	43,84%	48,02%	52,20%
3 700	7,92%	12,10%	16,28%	20,46%	24,64%	28,82%	33,00%	37,19%	41,37%	45,55%	49,73%	53,91%
3 950	9,63%	13,81%	17,99%	22,17%	26,35%	30,53%	34,72%	38,90%	43,08%	47,26%	51,44%	55,62%
4 200	11,34%	15,52%	19,70%	23,88%	28,07%	32,25%	36,43%	40,61%	44,79%	48,97%	53,15%	57,33%
4 450	13,05%	17,23%	21,41%	25,60%	29,78%	33,96%	38,14%	42,32%	46,50%	50,68%	54,86%	59,04%

Source: BMCE Capital Global Research

Valorisation de la société (3/4)

Tableau 1 : Les scénarii retenus pour la valorisation de CMT

Bitter scenario	Scénario central	Sweet scenario
<ul style="list-style-type: none"> Maintien de la tendance baissière des cours des métaux de base ; Report de la mise en exploitation du nouveau puits ; Maintien d'un niveau élevé des prix des carburants et des réactifs en 2022^e et 2023^e. 	<ul style="list-style-type: none"> Stabilisation des cours du plomb et du zinc à des niveaux proches de ceux observés récemment ; Entrée en service du nouveau puits au S2 2023 ; Maintien d'un niveau élevé des prix des carburants et des réactifs en 2022^e et 2023^e 	<ul style="list-style-type: none"> Rebond des cours des métaux de base ; Entrée en service du nouveau puits au S2 2023 ; Assouplissement des tensions inflationnistes et amélioration de la marge opérationnelle du Groupe.
<ul style="list-style-type: none"> Cours du plomb: USD 1 950 Cours du zinc : USD 2 900 CA 2022^E : M MAD 500,1 MOP 2022^E : 36,7% RNPG 2022^E : M MAD 148,1 	<ul style="list-style-type: none"> Cours du plomb: USD 2 100 Cours du zinc : USD 3 450 CA 2022^E : M MAD 549,1 MOP 2022^E : 37,5% RNPG 2022^E : M MAD 166 	<ul style="list-style-type: none"> Cours du plomb: USD 2 300 Cours du zinc : USD 3 700 CA 2022^E : M MAD 598,9 MOP 2022^E : 39,7% RNPG 2022^E : M MAD 191,5
↓	↓	↓
<ul style="list-style-type: none"> Cours cible : MAD 1 672 P/E 2022^E : 19x P/E 2023^E : 18,6x 	<ul style="list-style-type: none"> Cours cible : MAD 2 222 P/E 2022^E : 22,5x P/E 2023^E : 17,8x 	<ul style="list-style-type: none"> Cours cible : MAD 2 470 P/E 2022^E : 21,7x P/E 2023^E : 17,3x

Valorisation de la société (4/4)

Indicateurs financiers de CMT Scenarii de BP

Indicateurs d'activité (M MAD)	Bitter scenario			Scénario central			Sweet scenario		
	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e
CA consolidé	500,1	460,1	516	549,1	643,7	721,2	598,9	696,4	794,5
REX consolidé	183,7	176,4	210,7	206	248,2	288,9	238	283,5	355,7
Marge opérationnelle	36,7%	38,3%	35,1%	37,5%	38,6%	40,1%	39,7%	40,7%	43%
Résultat net consolidé	148,1	150,9	181,3	166	166,3	246,2	191,5	184,0	285
Marge nette	29,5%	32,8%	35,1%	30,2%	32,7%	34,1%	32%	34,4%	36,5%
RNPG	148,1	150,9	181,3	166	210,5	246,2	191,5	184,0	285

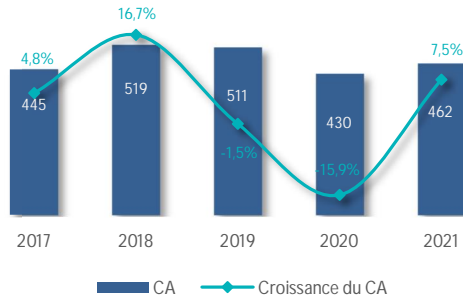
Source: CMT, BMCE Capital Global Research

- Rappelons que pour le bitter scenario, la mise en service du nouveau puits serait reportée et les cours du plomb et du zinc continueraient leur dévissée. Cela devrait induire une croissance moins prononcée du chiffre d'affaires sur l'année 2023^e ;
- Le sweet scenario considère une entrée en production du nouveau puits courant 2023 couplée à une stabilisation à un niveau élevé des cours des métaux industriels et une baisse du coût des intrants.

Company Overview

Une reprise de la croissance du CA

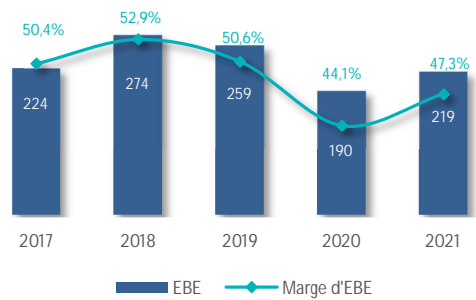
Evolution des ventes (En M MAD)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Des niveaux de marge confortables

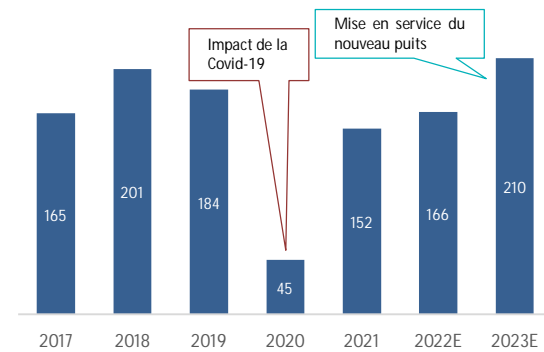
Evolution de la marge d'EBE (En M MAD)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Une stratégie d'investissement fructueuse

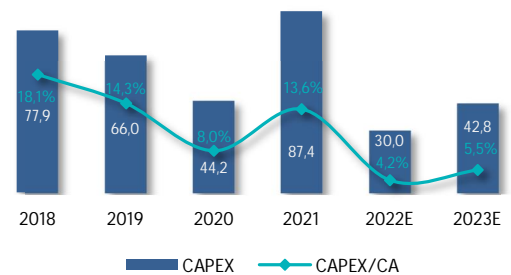
Evolution du RNPG (En M MAD)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Une enveloppe d'investissement en allègement à partir de 2022^E

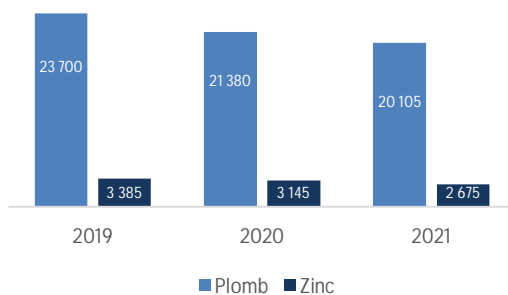
Evolution des CAPEX du Groupe (En M MAD)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Un léger recul de la production...

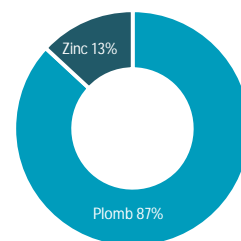
Evolution de la production du groupe (en tonnes)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

...qui reste dominée par le plomb

Répartition de la production du Groupe par produit

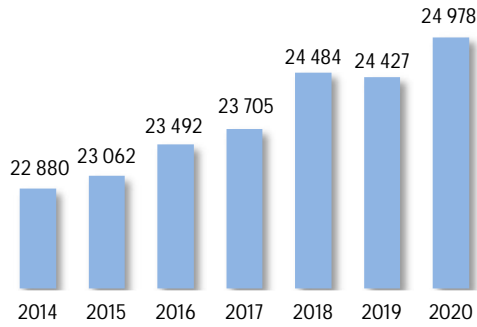


Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Industry Overview

Une demande de plomb en progression

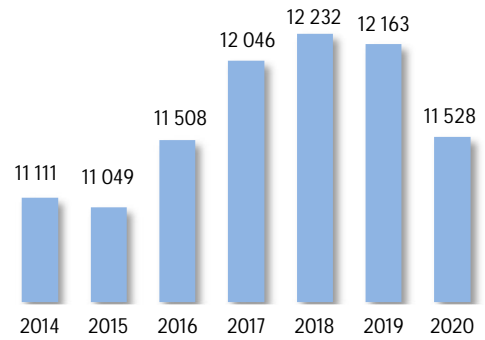
Evolution de la demande mondiale en plomb (M T)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Une demande de zinc ayant souffert de la crise sanitaire

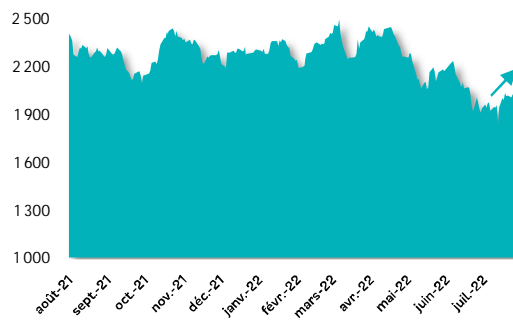
Evolution de la demande mondiale en zinc (M T)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

Une reprise des niveaux de cours du plomb

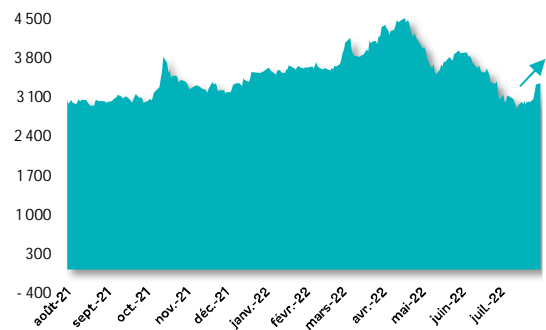
Evolution du cours de plomb (USD/Tonnes)



Source: BMCE Capital Global Research

Une évolution à la hausse des prix du zinc

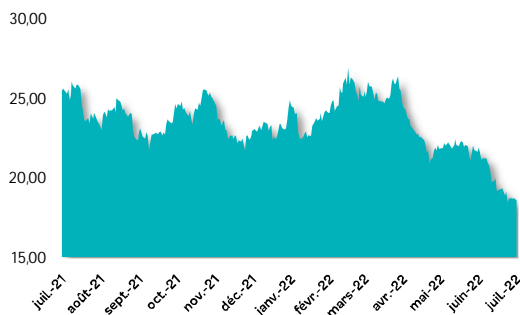
Evolution du prix du zinc (USD/tonne)



Source: BMCE Capital Global Research

Un cours de l'argent en décline

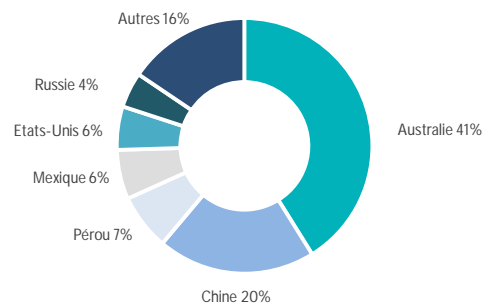
Répartition de la production de plomb par pays (USD/Oz)



Source: BMCE Capital Global Research

Une production de plomb dominée par l'Australie

Répartition de la production de plomb par pays



Source: BMCE Capital Global Research

Analyse financière et prévisions (1/2)

Evolution des principaux agrégats financiers et projections

IFRS en M MAD	2021	2022e	Var %	2023e	Var %
Chiffre d'affaires Groupe	462,1	549,1	18,8%	643,7	17,2%
EBIT	189,9	206	8,5%	248,2	20,5%
Marge d'EBIT	41,1%	37,5%	-3,6pt	38,6%	1,1pt
EBITDA	218,6	245,4	12,3%	296,1	20,6%
Marge d'EBITDA	47,3%	44,7%	-2,6pt	46,0%	1,3pt
RNPG	152,2	166	9%	210,5	26,8%
Marge nette	32,9%	30,2%	-2,7pt	32,7%	2,5pt
CAPEX	87,4	30	-65,7%	42,8	42,7%
Dette nette Groupe	384	314,6	-18,1%	259,5	-17,5%
Dette nette / EBITDA	1,6x	1,3x	-0,3pt	0,9x	-0,4pt

≡ Performances commerciales

Réalisations 2020-2021 / T1 2022 : Des réalisations commerciales boostées par la hausse des cours des métaux

- 📌 Au titre de l'exercice 2021 et consécutivement à la hausse des cours des métaux de base notamment du plomb (+21%), l'argent (+22%) et le zinc (+33%), CMT affiche un chiffre d'affaires consolidé en hausse de +7,5% à M MAD 462,1. En volume, les ventes en baisse de -12% à 19 226 T pour le plomb, de -8% à 28,3 T pour l'argent au moment où le zinc est resté quasi-stable. En social, les revenus progressent quasiment à l'identique avec +8% à M MAD 462,1 ;
- 📌 Au T1 2022, et compte tenu (i) de la hausse de +41% de la production de concentrés et (ii) de la progression des cours moyens des métaux de base (+15% pour le plomb et +36% pour le zinc), le CA consolidé de la société affiche une amélioration de +21% à M MAD 77. En volume, les ventes sont restées quasi-stables par rapport à l'année d'avant.

Outlook (scénario central)

- 📌 **FY-22^E** : Nous nous attendons à une hausse du CA de +18,8% en 2022 à M MAD 549,1 intégrant principalement un ajustement du décalage entre la production et les ventes de l'opérateur minier survenu à cause des perturbations des chaînes logistiques en 2021. Pour l'année en cours, les ventes en volume devraient s'apprécier de +12% à 28 208 T pour le plomb et de +15% à 3 301 T pour le zinc ;
- 📌 En 2023^E, les revenus de la société devraient bondir de +17,2% à M MAD 645,3, profitant de l'entrée en production du nouveau puits dont les travaux avaient commencé en 2017 et qui devrait améliorer la production du Groupe d'au moins +30%.

≡ Résultats opérationnels

Réalisations FY 2021 : Des marges légèrement impactées par la hausse des coûts des intrants

- 📌 Le REX du Groupe affiche une hausse +20,5% en y-o-y à M MAD 189,9 profitant notamment de la bonne performance commerciale découlant en partie d'un effet prix favorable (+21% pour le Plomb, +22% pour l'Argent et +31% pour le Zinc) ;
- 📌 De facto, la marge opérationnelle s'établit à 41,1% en hausse de +4,4 pts comparativement à fin 2020.

Outlook (scénario central)

- 📌 **FY-22^E -23^E** : A l'issue de 2022^E, le REX devrait afficher une hausse de +8,5% à M MAD 206 reflétant une marge opérationnelle en baisse de -3,6 pts à 37,5% compte tenu d'une évolution plus forte du chiffre d'affaires par rapport au REX qui a subi la hausse des prix des intrants, notamment le carburant et les réactifs dans un contexte de forte inflation amplifiée par la crise en Ukraine. En 2023^E et profitant notamment de la baisse des cash-costs induite par l'entrée en production du nouveau puits au S2, CMT devrait afficher une marge opérationnelle de 38,6%, soit +1,1 pts de plus qu'en 2021^E.

¹ Les états consolidés affichent des chiffres comparables à ceux des comptes sociaux du fait que l'activité des filiales consolidées est insignifiante.

Analyse financière et prévisions (2/2)

≡ Rentabilité

Réalisations FY 2021 : Une capacité bénéficiaire en amélioration

- Intégrant les éléments précités ainsi que la constatation d'un résultat financier positif en 2021 en contraste avec le résultat financier négatif enregistré en 2020 en partie à cause d'un provisionnement pour dépréciation d'une participation de l'opérateur minier dans AUPLATA MINING GROUP, le RNPG de CMT ressort en ascension de 3,4x à M MAD 152,3, ramenant la marge nette à des niveaux proches de ceux enregistrés avant 2020, soit 32,9% (contre 10,4% en 2020).

Outlook (scénario central)

- FY-22^E**: Hausse de la capacité bénéficiaire de CMT qui devrait gagner +9% à M MAD 166 en 2022^e (contre M MAD 152,2 en 2021) principalement en raison d'une bonne dynamique commerciale atténuée par la hausse des coûts des intrants ;
- FY-23^E**: Profitant d'un bon niveau de croissance du CA, ainsi que d'une amélioration de la marge opérationnelle, le RNPG de l'opérateur minier devrait s'améliorer de +26,8% à M MAD 210,5.

≡ Investissements

Réalisations FY 2021 : Des investissements fortement soutenus

- S'agissant des investissements, CMT a mobilisé une enveloppe en bond de +97,7% à M MAD 87,4 en glissement annuel consacrés au **projet de construction du nouveau puits à Tighza**.

≡ Endettement

Réalisations FY 2021 : Un endettement net en alourdissement

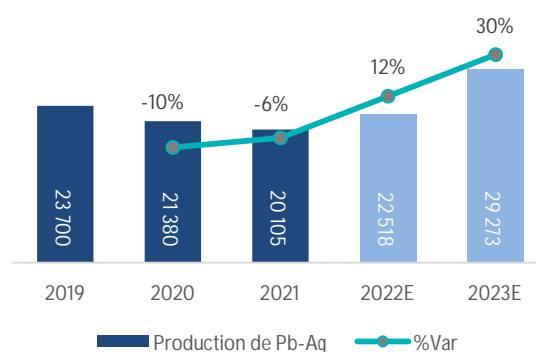
- L'endettement financier global ressort en hausse à M MAD 384 contre M MAD 179 en 2020 vraisemblablement suite à la poursuite du programme d'investissement de CMT.

Perspectives (1/4)

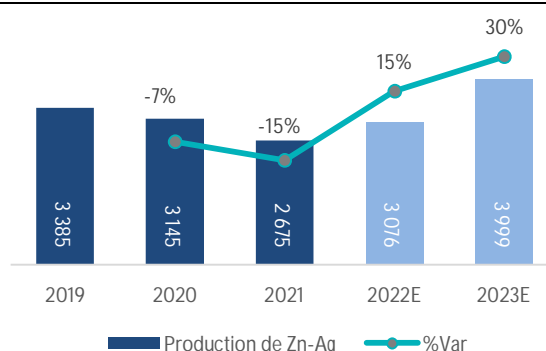
≡ Une augmentation conséquente de la production...

Le Groupe CMT a démarré en 2017 la construction d'un nouveau puits de 1 100 m de profondeur, soit le puits le plus profond d'Afrique du Nord, sur le site d'Ighrem Aousser à Tighza. Ce nouvel ouvrage devrait (i) améliorer la sécurité, la productivité et augmenter la production (l'extraction devrait passer de 1 000 T/jour à 1 800 T/jour), (ii) optimiser les circuits d'extraction et (iii) réduire les coûts opératoires. L'entrée en production du puits, dont la phase finale des travaux d'excavation a démarré courant 2022, est prévue pour le deuxième semestre 2023.

Production de concentré de Plomb (2019-2023^E)



Source: CMT, BMCE Capital Global Research



Source: CMT, BMCE Capital Global Research

≡ ...dont la stabilité devrait être assurée par un accord avec les mouvements syndicaux...

L'année 2021 a été marquée par la signature d'un protocole d'accord auprès des syndicats notamment l'UMT, s'étalant sur une période de 4 ans allant de 2022 à 2025, afin de garantir une paix sociale sur les différents sites de l'opérateur minier et ainsi la stabilité de la production minière.

Rappelons qu'en décembre 2020, près de 300 mineurs marocains sont entrés en grève, sur le fond d'une dispute liée à l'application d'un protocole négocié en 2019, avait impacté la production du Groupe, laquelle était ressortie en repli de -26% au T1 2021 pour le plomb, contribuant à une baisse de -28% en y-o-y de son chiffre d'affaires.

≡ ...dont les bénéfices devraient être atténués par une baisse des cours

CMT a pu profiter de la hausse des cours des métaux industriels survenue en 2021 et lors du T1 2022 suite à (i) une reprise de la demande industrielle après une année de crise sanitaire marquée par plusieurs restrictions ayant handicapé le tissu industriel mondial (ii) la perturbation des chaînes d'approvisionnement et (iii) une baisse de l'offre provenant de certains pays producteurs sud-américains souffrant d'instabilité politique, notamment le Pérou.

Perspectives (2/4)

En effet, le cours moyen appliqué pour le Plomb s'est apprécié de +21% et celui du Zinc a gagné +33% au titre de l'exercice 2021 (respectivement +15% et +36% au T1 2022), ce qui a contribué à la hausse du chiffre d'affaires du Groupe (+7,5% en 2021 et +21% au T1 2022).

Néanmoins, cette tendance semble s'estomper avec la baisse des cours des deux métaux industriels au deuxième trimestre de l'année en cours (-24% pour le plomb et -21% pour le zinc) consécutivement à :

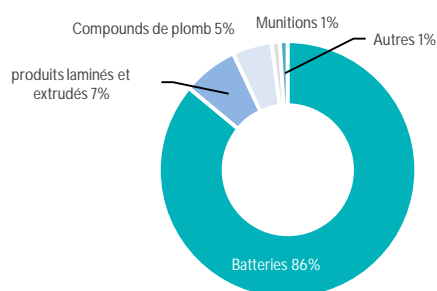
- La récurrence des restrictions sanitaires imposées dans certaines régions en Chine ayant entravé la demande industrielle chinoise ;
- L'inflation galopante, la hausse des taux directeurs et les craintes autour d'une récession ayant plombé l'activité industrielle au monde ;
- Au niveau de l'offre, l'augmentation de la production dans les mines d'Amérique Latine devrait également tirer les cours des métaux industriels à la baisse.

Cependant, même si les cours des métaux commercialisés par CMT se rapprochent de leur niveau le plus bas enregistré durant les 10 dernières années qui se situent à USD 1 593,5/Tonne pour le Plomb et USD 1 460,5/Tonne pour le Zinc, la valeur devrait rester assez résiliente comme démontré dans le tableau de sensibilité (Voir valorisation de la société 2/4).

≡ Une activité à l'abri de la vague des véhicules électriques

En 2018, la demande de plomb émanait essentiellement des fabricants de batteries (86%), dont plus de la moitié était destinée à l'industrie automobile afin d'alimenter les circuits électriques de certains accessoires et composants automobiles.

Répartition de la demande de plomb par usage en 2018



Source: BMCE Capital Global Research

L'engagement de plusieurs pays et régions, tels que l'Union Européenne et les Etats-Unis, à bannir la vente de véhicules conventionnels neufs d'ici 2035 ne devrait pas, a priori, induire un effondrement des cours du plomb vu que le métal devrait continuer à être utilisé dans des batteries de secours pour les véhicules électriques. Partant, la majorité des experts estiment un TCAM entre +4% et +6% pour le marché des batteries au plomb.

Perspectives (3/4)

≡ Une stratégie de développement assurant une prospérité durable

Outre le nouveau puits sur le site de Tighza, CMT détient dans son portefeuille plusieurs projets en phase de développement, principalement le projet cuprifère de Tabaroucht dont les travaux d'exploration ont dévoilé des ressources sont estimées à 2 millions de tonnes de métal rouge d'une teneur de 1,4%.

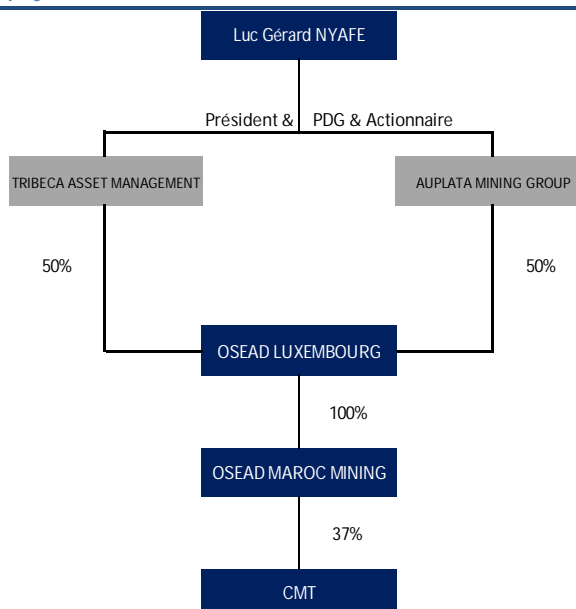
Parallèlement, les travaux d'exploration sur le site de Midelt ont révélé des réserves de 1,5 millions de tonnes de plomb d'une teneur de 4%.

≡ Une gouvernance plus transparente

L'entrée en 2018 du fonds de placement privé Colombien TRIBECA ASSET MANAGEMENT dans le capital d'OSEAD Luxembourg, pour un investissement de M EUR 5, avait suscité une incertitude quant à l'actionnariat de CMT dont la structure est devenue alambiquée, vu que le fonds colombien était présidé par Luc Gerard NYAFE qui était également PDG et actionnaire d'AUPLATA MINING GROUP -AMG- elle-même actionnaire de référence.

Néanmoins et suite au désengagement de M. NYAFE et à l'acquisition de la totalité du capital d'OSEAD par le Groupe AMG, ce dernier est devenu le principal actionnaire de CMT avec une participation de 37,04% dans la minière marocaine.

Actionnariat de CMT Pré-dégroupage



Source: BMCE Capital Global Research

≡ Une stratégie de couverture en mutation

Historiquement, l'opérateur minier adoptait une politique globale de couverture contre les risques liés aux fluctuations de matières premières, avec des souscriptions qui couvraient l'ensemble de l'exercice en cours. Néanmoins, à partir de 2021 le Groupe a opté pour une couverture shipment par shipment afin de se garantir davantage de flexibilité. Cette stratégie, opportune en cas de hausse des cours peut se révéler dommageable en situation de forte volatilité ou de renversement de tendance.

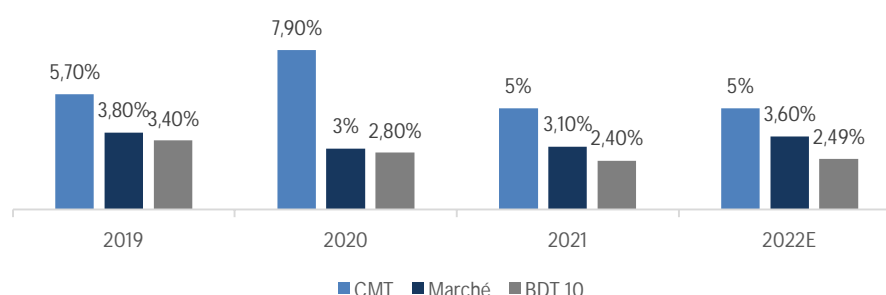
En matière de couverture de change, le Groupe est resté en ligne avec sa politique historique.

Perspectives (4/4)

≡ Une politique de distribution généreuse

Sur les deux dernières années, la distribution du dividende de CMT ressort élevée par rapport à celle du marché. Avec une moyenne de dividend yield de 6,5%, CMT se présente davantage comme une valeur de rendement.

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



Source: Bourse de Casablanca, BMCE Capital Global Research

Outlook

- Le Groupe devrait maintenir sa politique de distribution avantageuse avec un niveau de distribution correspondant à 90%-95% du RN social sur la période prévisionnelle.

≡ Prévisions 2022

Prévisions actuelles vs. Anciennes prévisions (M MAD)

	Nouvelles prévisions BKGR 2022 ^E	Anciennes prévisions BKGR 2022 ^E	Nouvelles prévisions BKGR vs. anciennes
Chiffre d'affaires Groupe	549,1	503,6	↑
EBITDA Groupe	245,4	239,1	↑

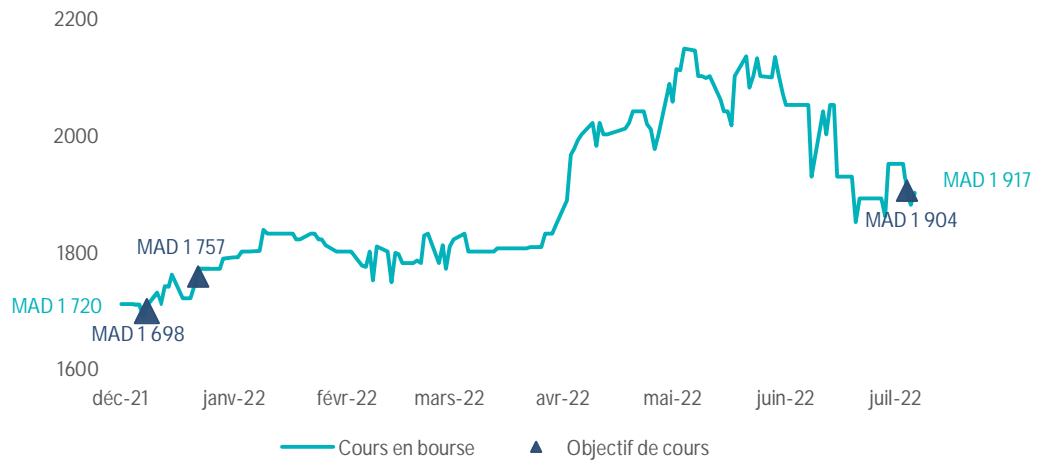
Source: Société, BMCE Capital Global Research

Tenant compte d'une amélioration des ventes due à un décalage moins important entre les ventes et le shipping ainsi que d'un effet de change positif profitant du renforcement du dollar, nous tablons dans le cadre du scénario central de CMT sur :

- Un CA consolidé en hausse de +18,8% à M MAD 549,1 en 2022 intégrant notamment, une amélioration des ventes consécutivement à la correction du décalage existant entre les ventes et le shipping causé par la perturbation des chaînes logistiques globales ;
- Une bonification de l'EBE de seulement +12,3% à M MAD 245,4 sous l'effet d'une bonne performance commerciale atténuée par le maintien du coût des intrants à des niveaux élevés ;
- Et un RNPG consolidé en progression de +9% à M MAD 166 à fin 2022 contre M MAD 152,2 en 2021.

≡ Précision de nos prévisions antérieures

Evolution du cours de CMT vs. Objectif de cours BKGR depuis Janvier 2022



Source: BMCE Capital Global Research

Executive Summary

COMPTES DE RESULTAT (M MAD)	2020	2021	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e
CA consolidé	429,7	462,1	549,1	643,7	721,2
EBITDA consolidé	189,6	218,6	245,4	296,1	336,1
EBIT consolidé	157,6	189,9	206,0	248,2	288,9
RN consolidé	45	152	166	210	246
RNPG	44,6	152,2	166,0	210,5	246,2
BILAN & AUTRES ELEMENTS (M MAD)	2020	2021	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e
Total fonds propres part du Groupe	655,1	603,6	621,7	674,5	720,8
BFR	157	189	118	40	35
Dette nette	31	169	144	82	87
VARIATIONS & MARGES	2020	2021	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e
Variation du CA	-15,9%	7,5%	18,8%	17,2%	12,0%
Variation de l'EBITDA	-26,7%	15,3%	12,3%	20,6%	13,5%
Variation de l'EBIT	-30,7%	20,5%	8,5%	20,5%	16,4%
Variation du RNPG	-75,8%	241,7%	9,0%	26,8%	17,0%
Marge d'EBITDA	44,1%	47,3%	44,7%	46,0%	46,6%
Marge d'EBIT	36,7%	41,1%	37,5%	38,6%	40,1%
Marge nette	10,4%	32,9%	30,2%	32,7%	34,1%
RATIOS	2020	2021	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e
Gearing	4,8%	28,1%	23,2%	12,2%	12,1%
Dette nette/EBITDA	0,2	0,8	0,6	0,3	0,3
ROE	6,8%	25,2%	26,7%	31,2%	34,2%
DONNES PAR ACTION (MAD)	2020	2021	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e
BPA Publié	27	91	99	125	146
Dividende net/Action	120	88	94	119	139
VALORISATION	2020	2021	2022 ^e	2023 ^e	2024 ^e
P/E	57,3x	19,4x	19,4x	15,3x	13,1x
P/B	3,9x	4,9x	5,2x	4,8x	4,5x
D/Y	7,9%	5,0%	4,9%	6,2%	7,3%
Payout ratio	665,5%	95,7%	95,0%	95,0%	95,0%
VE ET CAPITALISATIONS BOURSIERE (M MAD)					
Cours (MAD)	1 518	1 760	1 917	1 917	1 917
Nombre d'actions (millions)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Capitalisation boursière	2 552	2 959	3 223	3 223	3 223

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 ;

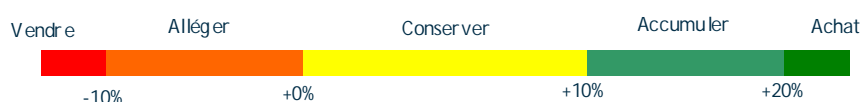
Conserver : la valeur devrait générer un gain total compris entre 0% et 10% à horizon 12 mois ;

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 responsable 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.