

The logo for CDG CAPITAL, with 'CDG' in dark blue and 'CAPITAL' in green, set against a background of a magnifying glass over a blue line graph.

CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

PERSPECTIVES DU SECTEUR SIDERURGIE ET DU GROUPE SONASID

NOTE D'ANALYSE
Octobre 2021

Exécutive Summary

- 👤 **Fatima Zahra BENJDYA**
Responsable Actions
✉ fatima-zahra.benjdyia@cdgcapital.ma
- 👤 **Radouane Sidky**
Directeur Insight
✉ radouane.sidky@cdgcapital.ma

Les ventes d'acier, les prix et les marges des sidérurgistes à l'échelle internationale ont fortement augmenté au cours des derniers mois, suite à une reprise économique chez les principaux pays consommateurs d'acier dont notamment la chine, et à des niveaux de stocks d'approvisionnement réduits en raison des arrêts des usines lors de l'apparition de la Covid-19.

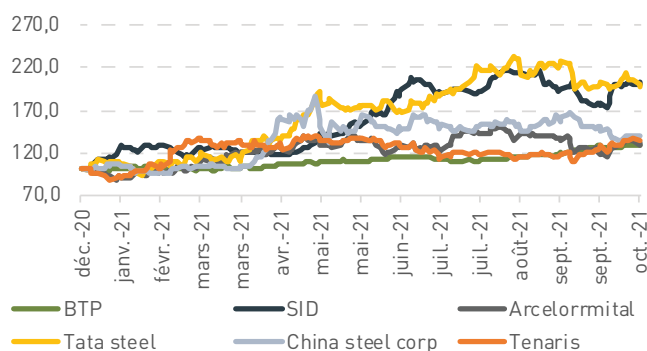
Certes, la crise de liquidité que traverse le secteur immobilier en chine (suite aux difficultés d'Evegrande, l'un des plus gros promoteurs immobiliers chinois à honorer ses engagements financiers), pourrait freiner le rallye des prix. Dans ce sillage, nous supposons une correction à la baisse des prix jusqu'à la fin de l'année, néanmoins, nous pensons que les nouvelles mesures prises par la Chine pour réduire ses exportations et sa production d'acier devraient continuer d'être un facteur important de soutien des prix et par ricochet devrait soutenir des fondamentaux sidérurgiques solides en 2021 et entraîner une forte reprise des bénéfices pour le secteur au Maroc. Cette forte reprise des bénéfices devrait être également soutenue par la forte

hausse des investissements publics, et la reprise des chantiers immobiliers à l'échelle nationale. Par ailleurs, le groupe Sonasid a annoncé une nouvelle orientation stratégique, qui consiste à produire des aciers longs spéciaux. Ce marché (d'aciers longs spéciaux) se caractérise par des prix élevés traduisant une plus forte valeur ajoutée que les aciers longs traditionnels. Ainsi, en se positionnant sur un marché à haute valeur ajoutée, le groupe devrait présenter un business model défensif, et une valorisation attractive à moyen terme.

L'ensemble de ces facteurs, nous pousse à penser que le moyen terme semble encourageant pour le groupe Sonasid. Néanmoins, en l'absence de catalyseur à court terme de free cash-flow avant investissement, et surtout après une solide performance du titre depuis de le début de l'année (+104,3% contre 18,1% pour le MASII), nous prévoyons une légère correction du prix actuel de -7,9%, soit un cours objectif de 564,1 MAD par action. Par conséquent, nous recommandons nos investisseurs d'« Alléger » le titre « Sonasid » dans leur portefeuille.

Recommandation : Alléger Cours cible : 564,1 Potentiel : -7,9%			
Principaux indicateurs financiers en Mrds MAD			
	2019	2020	2021 ^e
CA	3,6	3,2	4,4
REX	22,3	-21,9	136,0
RNPG	-41,2	-27,9	120,2

Graphe1 : Evolution des prix des actions des sidérurgistes indice base 100 décembre 2020-octobre 2021



Source: Bloomberg, BVC, CDG CAPITAL Insight

SOMMAIRE

I. LE GROUPE SONASID AFFICHE DE SOLIDES RESULTATS AU S1 2021	3
A. La flambée des prix de l'acier, renforce la rentabilité du groupe Sonasid	4
B. En dépit d'une hausse des coûts, la marge affiche une forte augmentation	4
II. PERSPECTIVES DU SECTEUR SIDERURGIE	5
A. Reprise des secteurs débouchés de l'acier	6
B. Une légère correction à la baisse du prix des aciers n'impacterait pas durablement les marges des opérateurs	7
III. PREVISIONS & VALORISATION	10
A. Principaux drivers de l'activité du groupe Sonasid	11
B. Rebond des résultats en 2021	11
C. Valorisation : un potentiel de baisse de -7,9%	13

I. LE GROUPE SONASID AFFICHE DE SOLIDES RESULTATS AU S1 2021

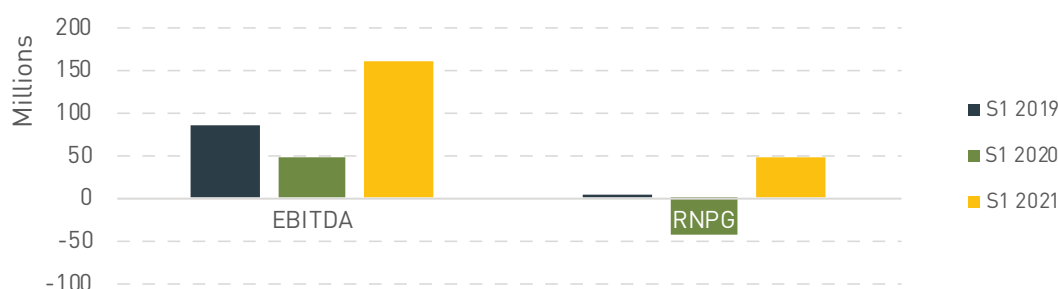
A. La flambée des prix de l'acier, renforce la rentabilité du groupe Sonasid

Sonasid a publié au S1 2021 de robustes résultats réalisant une forte rentabilité pour le deuxième trimestre consécutif. Le groupe sidérurgique, a réalisé un EBITDA de 139 millions de MAD contre 26 millions de MAD au S1 2020 (+113 MMAD) et 81 millions de MAD au S1 2019 (+59 MMAD).

Le résultat net Part du groupe est devenu positif à 47 millions de MAD contre 43 millions de MAD de pertes en 2020, et 5 millions de MAD en 2019.

Comme prévu, la performance financière a été solide grâce à la flambée des prix du rond à béton à l'échelle internationale, entraînée par une forte demande, associée à une reprise économique dans l'ensemble des pays, dont notamment la Chine principal producteur et consommateur de l'acier.

Graph 2 : Evolution des agrégats financiers du groupe Sonasid S1 2019- S1 2021 en MMAD



Source : AMMC , CDG CAPITAL Insight

Ainsi, le chiffre d'affaires consolidé du groupe s'élève à 2,01 Mrds MAD contre 1,2 Mrds MAD en 2020 (+69%) et 1,8 Mrds MAD en 2019 (+13%). Cela s'explique par la flambée des prix et des volumes.

L'envolée des prix du groupe Sonasid est en ligne avec l'augmentation des prix mondiaux. En effet, sur les six premiers mois de l'année 2021, les prix du rond à béton à l'export en Chine ont augmenté de près de 67,1% à 738,1 USD/tonnes contre 441 USD/tonne au S1 2020.

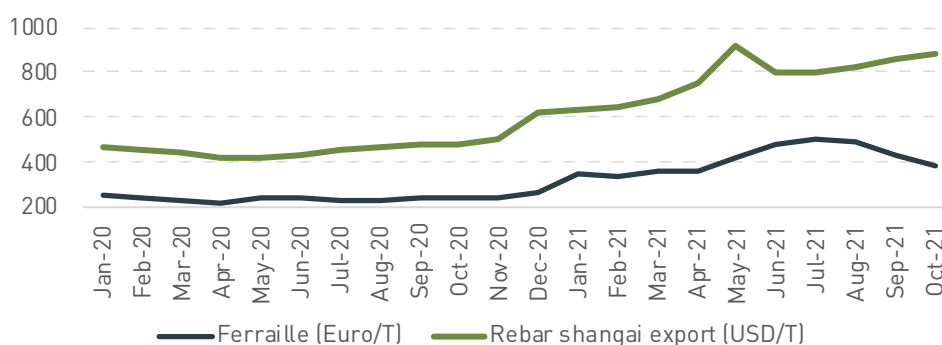
B. En dépit d'une hausse des coûts, la marge affiche une forte augmentation

La marge brute a enregistré 416,3 millions de MAD au S1 2021 contre 233,1 millions de MAD au S1 2020 en hausse de 78,6%. Par ailleurs, le résultat d'exploitation s'est apprécié de 102,6 millions de MAD à 66,4 millions de MAD au S1 2021.

Cette amélioration est principalement attribuée à la flambée des prix comme mentionné précédemment, malgré une augmentation moyenne des charges de 64%.

L'appréciation des charges est due à la flambée des coûts des matières premières, qui ont augmenté durant les six premiers mois de 78,6% en glissement annuel, en raison de la hausse des prix de la ferraille. En effet, le prix de la ferraille au S1 2021 a atteint une moyenne de 387,2 euros/ tonne en hausse de 59,8% en glissement annuel.

Graph 3 : Evolution des prix du Rond à béton à l'export en chine (USD/T) et de la ferraille (Euro/T) Janvier 2020 – Octobre 2021



Source: Bloomberg, CDG CAPITAL Insight

II. PERSPECTIVES DU SECTEUR SIDÉRURGIE

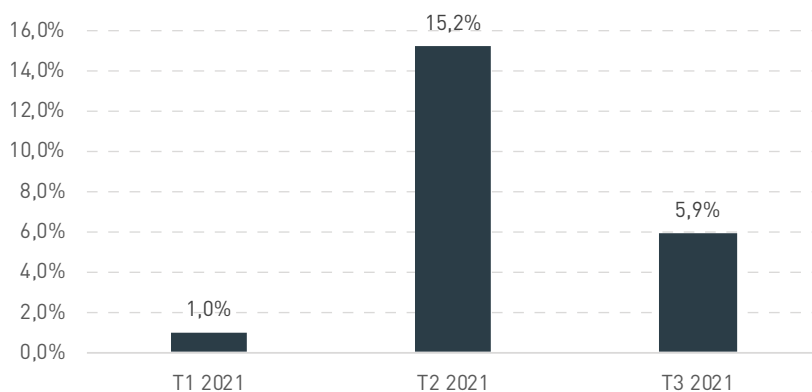
A. Reprise des secteurs débouchés de l'acier

Les opérateurs sidérurgiques marocains ont potentiellement un certain nombre de facteurs qui jouent en leur faveur pour l'année 2021.

Ils comprennent :

1- Une reprise régulière de l'économie nationale +15,2% du PIB au T2 2021, et +5,9% au T3 2021.

Graph 4 : Croissance du PIB au T1 2021, T2 2021, T3 2021

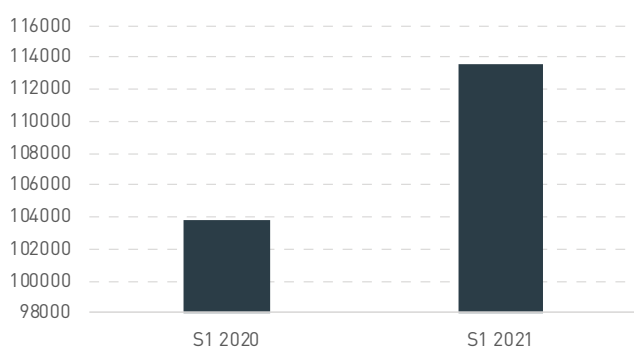


Source: HCP, CDG CAPITAL Insight

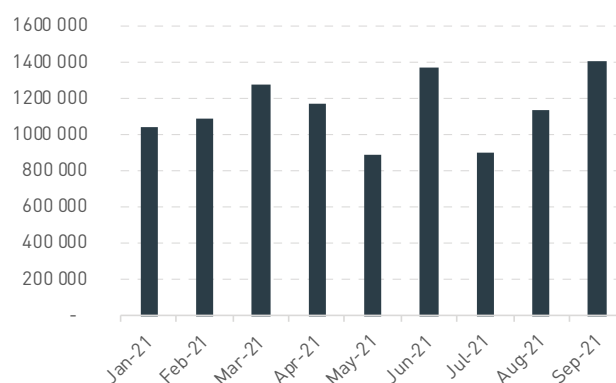
2- L'assouplissement progressif des mesures contre la Covid-19, suite à une campagne de vaccination réussie ;

3- Reprise des activités dans le secteur immobilier et en général de la construction. En effet, à fin septembre 2021, les ventes de ciments (principal indicateur pour mesurer le rythme de reprise dans le secteur de la construction) se sont appréciées de 18,3% en glissement annuel.

Graph 5 : Évolution des mises en chantier S1 2020 – S1 2021



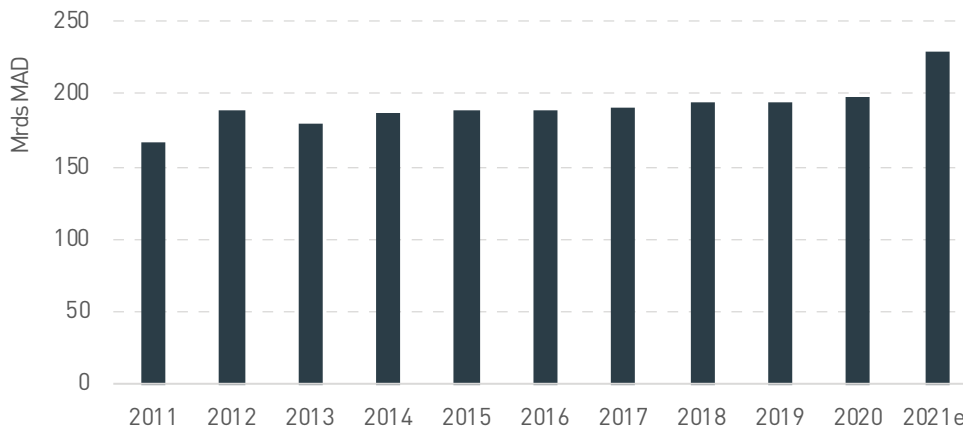
Graph 6 : ventes de ciments en T Janvier 2021- Septembre 2021



Source : MHPV, CDG CAPITAL Insight

4- Les dépenses de l'État dans les infrastructures seraient de bon augure pour les producteurs de rond à béton au Maroc. En effet, lors de l'approbation de la loi de finances 2021, le gouvernement a annoncé son plan de promotion des investissements publics en allouant un montant de 230 Mrds de MAD pour cette année, soit une progression de 37% comparée à l'année d'avant. (voir rapport : OUTLOOK 2021 : VERS UNE CONSOLIDATION DU MARCHE ACTIONS, Juillet 2021)

Graphe 7 : Evolution des investissements publics 2017-2021e



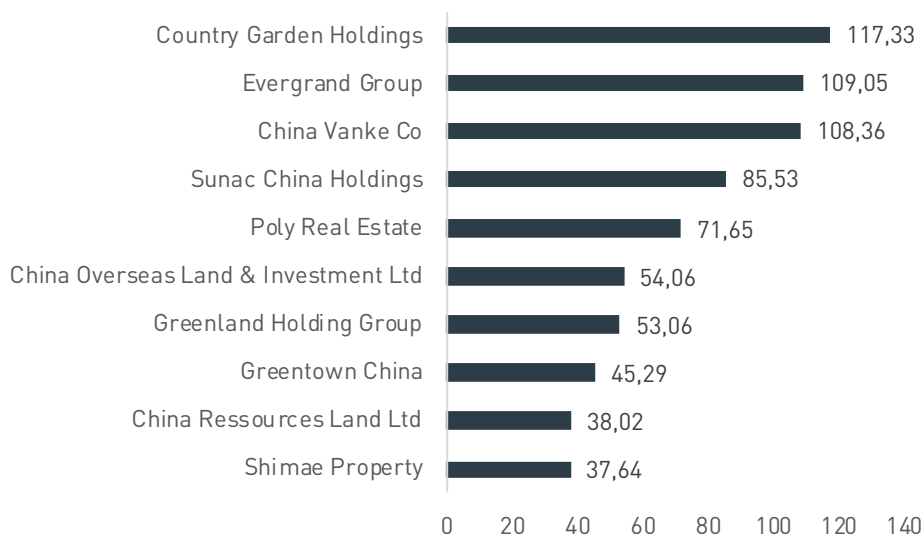
Source : Budget citoyen – Projet de loi de Finance 2021, CDG CAPITAL Insight

B. Une légère correction à la baisse du prix des aciers n’impacterait pas durablement les marges des opérateurs

Les prix et les marges des sidérurgistes à l’échelle internationale ont fortement augmenté au cours des derniers mois, suite à une reprise économiques chez les principaux pays consommateurs d’acier dont notamment la chine, et à des niveaux de stocks d’approvisionnement réduits en raison des arrêts des usines lors de l’apparition de la Covid-19. Néanmoins, la crise de liquidité que traverse le secteur immobilier en chine, pourrait freiner ce rallye des prix.

En septembre 2021, un des plus gros promoteurs immobiliers chinois annonce son incapacité à honorer ses dettes, il s’agit d’Evergrande. Le groupe Evergrande est l’un des plus gros promoteurs en chine en termes de chiffre d’affaires, et de bilan. En effet, fondé en 1996, le groupe Evergrande, a profité de l’urbanisation accélérée de la chine et s’est développé de manière agressive pour devenir l’un des plus gros promoteurs du pays. Ainsi, à fin 2020, il a réalisé des revenus de 109,05 Mrds USD soit 8 fois plus que ce qu’il a réalisé en 2011, et un bilan de 298.3 Mrds USD.

Graphe 8 : Chiffre d’affaires des plus gros promoteurs en chine en 2020 en Mrds USD



Source : Statista, CDG CAPITAL Insight (cours de change 1 dollar= 6,386 CNY)

Son activité principale consiste à acheter des terrains et à les développer en projets résidentiels, commercial, et par la suite les vendre à des acheteurs intéressés. Pour financer ses activités, le groupe a recours à l'endettement auprès des banques et des investisseurs.

Néanmoins, en aout 2020, le gouvernement chinois décide de durcir la réglementation concernant le financement des activités des promoteurs immobilier à travers, une politique appelée les « trois lignes rouges », « the Three red lines policy ».

Cette stratégie a pour principal objectif de se désendetter et d'améliorer la santé financière du secteur immobilier. Ainsi, avant de débloquer un crédit bancaire, les régulateurs doivent évaluer la situation financière des promoteurs en fonction de trois critères (Three red lines), à savoir :

- Ratio passif/actif (hors revenus anticipés) inférieur à 70 %
- Taux d'endettement net (Dettes nettes/Fonds propres) inférieur à 100 %
- Ratio trésorerie/dette à court terme supérieur à 1x

Si les promoteurs ne parviennent pas à respecter une, deux ou toutes les règles des « Lignes rouges », les régulateurs imposeraient alors des limites à la mesure dans laquelle ils peuvent s'endetter.

Cette politique, qui s'inscrit dans une campagne plus large de réduction des risques financiers, a déjà eu un certain impact sur le marché immobilier, avec par exemple un net ralentissement des ventes immobilières.

Cela a également aggravé les problèmes de financement pour l'un des plus gros promoteurs en chine, notamment Evergrande. En effet, ces nouvelles règles ont pratiquement empêché Evergrande de s'endetter davantage. De ce fait, le groupe a été forcé de vendre ses terrains, et autres propriétés à des prix réduits pour faire face à l'échéance de ses dettes.

Face à cette situation, le groupe immobilier avertit la communauté financière qu'il était confronté à une pénurie de liquidités et qu'il doutait sur sa capacité à honorer ses engagements et rembourser ses dettes, qui s'élèvent cumulativement à plus de 300 milliards de dollars.

Cette situation d'incertitude a vu le cours de l'action de l'un des plus gros promoteurs chuter d'environ 82% depuis le début de l'année. Aussi, ses obligations ont été dégradées par des agences de notation telles que Fitch et S&P.

Graphe 9 : Evolution du cours de l'action d'Evergrande 2021 USD par action

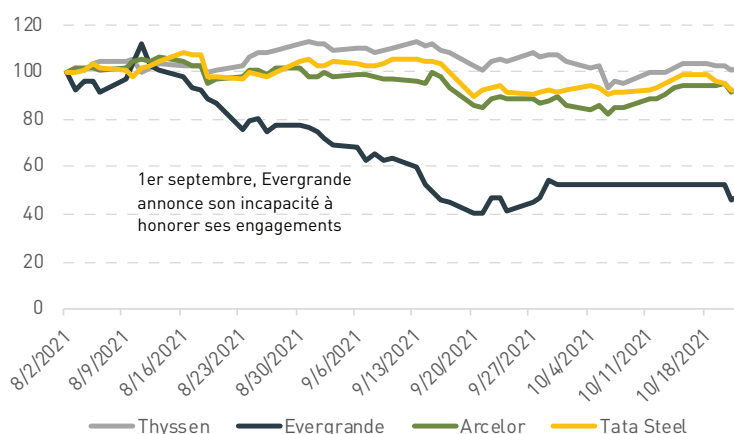


Source: Bloomberg, CDG CAPITAL Insight

En octobre 2021, le groupe Fantasia, gros promoteur en Chine annonce également son incapacité à honorer ses engagements.

Une faillite d'un groupe aussi important qu'Evergrande ou Fantasia représenterait un risque de contagion pour le secteur immobilier chinois. Mis à part le risque de propagation au reste de l'économie chinoise, un ralentissement du secteur immobilier en Chine pourrait constituer un risque majeur pour les prix et les marges de l'acier à l'échelle mondiale. Une telle appréhension, a été illustrée par la baisse des cours des actions des sidérurgistes suite aux annonces de risque de défaut d'Evergrande vers début septembre 2021. Toutefois, ces cours ont repris leur tendance haussière, illustrant ainsi une reprise de confiance de la part des investisseurs. En effet, le groupe Evergrande a envoyé un signal positif au marché, à travers un paiement anticipé des intérêts dus (selon le média d'État chinois Securities Times).

Graphe 10 : Evolution du cours de l'action des groupes Thyssen, Arcelor, Tata Steel base 100 – Août – Octobre 2021



Source : Bloomberg, CDG CAPITAL Insight

Le secteur sidérurgie marocain est impacté indéniablement par l'évolution des évènements de la crise Chinoise, et de la propagation du risque des prix de l'acier. A ce stade, nous pensons que le risque est contenu. Dans ce sillage, nous supposons une correction à la baisse des prix jusqu'à la fin de l'année, néanmoins, nous pensons que les nouvelles mesures prises par la Chine pour réduire ses exportations et sa production d'acier devraient continuer d'être un facteur important de soutien des prix et par ricochet devrait soutenir des fondamentaux sidérurgiques solides en 2021 et entraîner une forte reprise des bénéfices pour le secteur.

III. PREVISIONS & VALORISATION

A. Principaux drivers de l'activité du groupe Sonasid

Pour comprendre l'activité du groupe Sonasid et ses perspectives, nous proposons ci-dessous un tableau résumant les évolutions passées et celles à venir des principaux drivers de l'activité sidérurgie.

Tableau 1 : Principaux drivers de la sidérurgie au Maroc

Indicateurs	2019	2020	2021 ^e
Demande	+	--	++
Immobilier	+	--	++
Infrastructure	+	--	++
Prix			
Intensité concurrentielle	-	+	-
Importations	--	+	-
Minerai de Fer	--	--	--
Rond à béton international	-	--	++
Offre	NS	NS	
Nouveaux entrants			
Fermeture/Arrêts			
Marge de production	+	--	++
Ferraille	+	+	--
Billette	+	+	--
Prix de vente	-	-	++

Source: Bloomberg, CDG CAPITAL Insight

Rappelons que le cours de la ferraille et dans une moindre mesure le cours du minerai de fer, fixent les prix de vente du rond à béton à l'échelle internationale. Les variations des cours de ces métaux influent donc directement sur les prix de ventes et par ricochet le chiffre d'affaires du groupe Sonasid.

B. Rebond des résultats en 2021

Plusieurs facteurs devraient jouer en faveur du groupe Sonasid pour l'année 2021 :

- 1- Forte appréciation des prix de ventes :** Les prix et les marges des sidérurgistes à l'échelle internationale ont fortement augmenté au cours des derniers mois, suite à une reprise économique chez les principaux pays consommateurs d'acier dont notamment la chine, et à des niveaux de stocks d'approvisionnement réduits en raison des arrêts des usines lors de l'apparition de la Covid-19. Néanmoins, la crise de liquidité que traverse le secteur immobilier en chine, pourrait freiner ce rallye des prix.
- 2- Reprise de l'activité des secteurs débouchés :** La reprise de l'économie nationale, alimentée par les politiques gouvernementales en matière de projets d'infrastructure publique. Suite à l'assouplissement progressif des restrictions de Covid-19, les chantiers immobiliers ont également repris leurs activités de construction.
- 3- Amélioration du spread Ferraille / rond à béton :** Nous pensons que, grâce à la forte augmentation des prix des aciers longs, les marges des sidérurgistes devraient s'améliorer cette année, en dépit d'une appréciation des coûts principalement celui de la ferraille.

Compte tenu d'un effet volume et prix positif, le groupe Sonasid devrait réaliser pour l'année 2021 des revenus de l'ordre de 4,4 Mrds MAD en progression de 40,7%.

La ferraille représente le principal coût de production d'acier, soit en moyenne 70% des coûts relatant à l'aciérie. La bonne nouvelle de 2021 devrait venir également des coûts qui ont certes augmenté mais pas autant que les prix de ventes.

Nous pensons que, grâce à la forte augmentation des prix des aciers longs, les marges des sidérurgistes devraient s'améliorer cette année, en dépit d'une appréciation des coûts principalement celui de la ferraille.

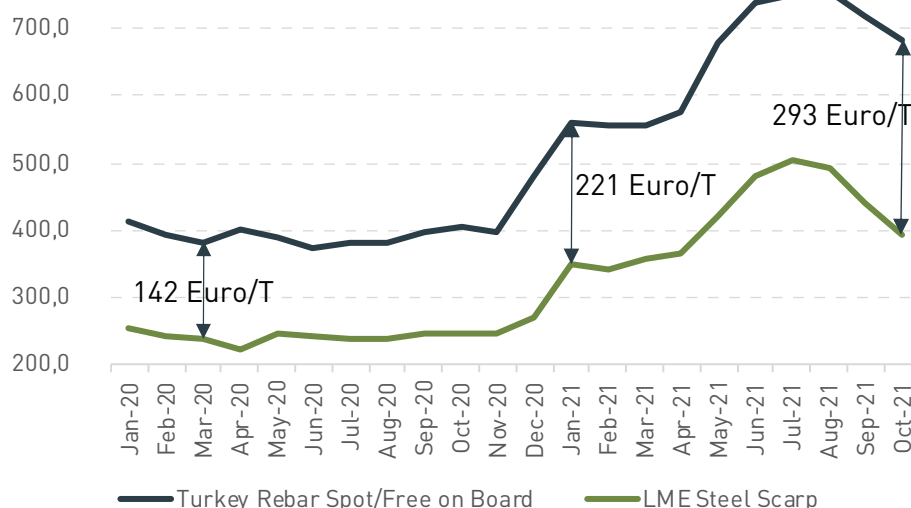
En effet, pareillement aux prix de ventes du rond à béton, les prix de la ferraille ont eux aussi connu une forte appréciation durant l'année 2021. Ainsi, les prix de la ferraille se sont appréciés de 71,3% à mi Octobre 2021 à 414,9 EUR/T par rapport au cours moyen de l'année 2020 de 242,0 EUR/T retrouvant un niveau largement au-dessus de la moyenne de 2019 soit 267,9 EUR/T.

Graphe 11 : Evolution du prix de la Ferraille Euro/t Janvier 2020 – Octobre 2021



Source: Bloomberg, CDG CAPITAL Insight

Graphe 12 : Evolution du Spread Rond à Béton Ferraille Euro/t Janvier 2020 – Octobre 2021



Source: Bloomberg, CDG CAPITAL Insight

Ainsi, tenant compte des éléments ci-dessous, l'EBITDA 2021e devrait ressortir à 283,6 MMAD (contre un EBITDA de 134,0 MMAD en 2020, et 134,1 MMAD en 2019), soit une marge EBITDA de 6,4% en hausse de 2,1 points.

Enfin, le résultat net part de groupe devrait passer au vert, et afficher un bénéfice de 120,1 MMAD en 2021 soit une marge nette de 2,7%.

C. Valorisation : un potentiel de baisse de -7,9%

• Valorisation par DCF : un prix cible de 564,1 MAD

La méthode DCF calcule les flux de trésorerie disponibles de l'entreprise en ajustant le résultat net prévu des charges non monétaires, du montant des investissements prévu, de la variation du besoin en fonds de roulement et des charges d'intérêt.

A ces cash-flows actualisés, nous ajoutons la valeur terminale de l'entreprise actualisée résultant ainsi à une valeur intrinsèque de la société. Il est ensuite déduit l'endettement net au 31 décembre 2020 afin de parvenir à la valeur des capitaux propres disponibles pour l'actionnaire.

Ainsi, sur une base de 3,9 millions de titres, notre valorisation par DCF s'établit à 564,1 MAD/action, tandis que le prix de clôture au 26/10/2021 est de 612,8 MAD. La surcote observée du titre ressort actuellement à 7,9% de sa juste valeur DCF.

Rappelons, que ce cours objectif a été calculé sur la base de la méthode DCF, et ne tient pas compte des revenus potentiels émanant de nouveaux investissements du Groupe Sonasid dans le cadre de leur nouveau positionnement sur les produits à haute valeur ajoutée.

Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons nos investisseurs d'« Alléger » le titre « Sonasid ».

CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

Directeur Insight

Radouane SIDKY

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

Recherche Macroéconomique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima Zahra BENJDYA

fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI

sarah.grili@cdgcapital.ma

Casablanca, Maroc
Tel : 05 22 23 97 12

SYSTEME DE RECOMMANDATION

CDG Capital Insight se base pour les recommandations sur son échelle de recommandation et attribue désormais un système de recommandation aux valeurs cotées sur la Bourse de Casablanca en utilisant une échelle de «A», «B», «C», «D», « E ».

Cette notation va permettre aux investisseurs d'utiliser CDGK rating comme un outil parmi d'autres pour leurs choix d'investissement dans le marché actions.

À noter que CDG Capital Insight ne couvre pas l'ensemble des valeurs cotées en bourse, de ce fait, nos recommandations ne concerneront que notre univers de couverture.

Ratings	Prévisions pour les 12 prochains mois	Rendement global (plus-value + dividende)
A	Acheter	>+10%
B	Renforcer	5% < >10%
C	Conserver	-5% < >5%
D	Alléger	-10% < >-5%
E	Vendre	<-10%

Avertissement

CDG Capital maintient une relation d'affaires avec certaines sociétés couvertes par cette publication.

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Insight. C'est une Direction indépendante des autres métiers de CDG Capital et de ses filiales. Le personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers notamment celles relatives à l'élaboration et la diffusion des notes d'analyse et à la prévention des conflits d'intérêts.

L'analyse et les résultats repris dans le présent document sont le fruit de la réflexion propre et reflète le jugement personnel de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérés par des considérations autres que l'intérêt des clients. Par ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital insight.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas un engagement de la Direction CDG Capital insight au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. Elle ne constitue pas non plus une incitation à l'adoption de certaines stratégies d'investissement.

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change. Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier son partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.