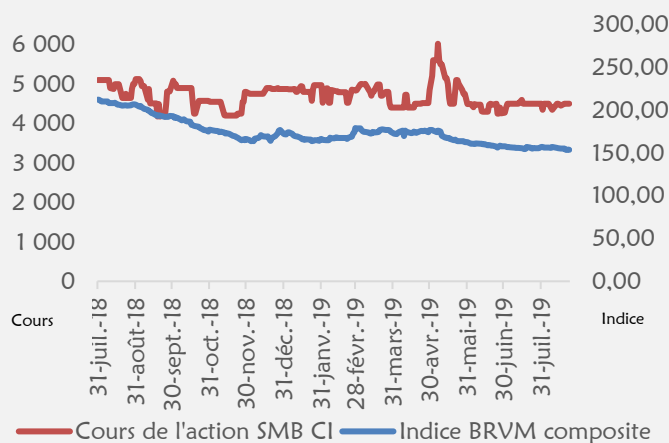


Données aux 23/08/2019

Secteur	Pétrole et Gaz
Code BRVM	SMBC
Cours de clôture	4 500 FCFA*
Prix cible en 2019	6 197 FCFA
Titres en circulation	7 795 200
Capitalisation (Millions)	35 078 FCFA
Flottant	28%
Titres du Flottant	2 182 656
ROE	54%
BNPA	1 010 FCFA
Rendement net annuel 2018	9,23%
PER	4,71x
Volatilité du titre	0,19
Volatilité du secteur Industries	0,54
VE/EBITDA	2,5x
P/B	2,61x
Cours le plus haut sur 52 semaines	6 020 FCFA
Cours le plus bas sur 52 semaines	4 175 FCFA

* Il est important de noter que le 22/02/2019, la SMB a procédé à un fractionnement de ses titres en circulation à raison de quatre actions nouvelles pour une action ancienne. Ainsi, la valeur théorique de l'action fractionnée, à la clôture de la séance de bourse du 22 Février 2019 était de **4 525 FCFA**.



Indicateurs (en millions de FCFA)	2017	2018	2019E
Chiffre d'affaires	90 262	134 198	141 004
EBITDA	12 336	11 561	11 584
REX	11 235	11 374	10 940
RN	7 506	7 876	6 725
BNPA	3 852	1 010	863

Source : Rapports annuels SMB, analyses CGF

Analyste : Djibril Chimère KA

Mail : dcka@cgfbourse.com

Tel : (+221) 33 864 97 08

Nous recommandons l'achat du titre SMB car il est **sous-évalué** sur le marché de la BRVM. En effet, le prix cible du titre SMB, valorisé grâce à la hausse de la demande de bitumes en Côte d'Ivoire et dans la sous-région pour les cinq ans à venir, est de **6 197 FCFA** tandis que son cours actuel oscille entre **4 500 FCFA** et **4 600 FCFA**.

Le chiffre d'affaires enregistré à 134,19 Milliards en 2018 a progressé de 48,68% par rapport à celui de 2017 (90,26 Milliards). Cela s'explique par deux phénomènes :

- Une meilleure disponibilité de l'unité de production (135 jours d'arrêts en 2017 contre 49,9 jours d'arrêts en 2018) ayant permis une progression de la production de la SMB (Bitumes et Distillats) de 27,36% entre 2017 (298 KT) et 2018 (379,8 KT) ;
- La poursuite de la phase de bitumage des projets routiers du Programme Emergence 2020 (1 000 kilomètres de routes par an) de la Côte d'Ivoire.

En détail, cette croissance du chiffre d'affaires a été portée par les ventes de bitumes sur le marché local et sur les autres marchés terre qui ont progressé respectivement de 97,04% et 20,15%. La mise en œuvre de projets majeurs au Mali depuis deux ans ont contribué à la hausse des ventes de bitumes sur les autres marchés terre.

Au cours des derniers exercices, la SMB a réalisé des investissements visant à réduire ses coûts de production et à optimiser son processus de production de bitumes et distillats. Par conséquent, ses indicateurs de rentabilité sont en nette progression : la marge brute représentait 26,99% de son chiffre d'affaires en 2018 contre 21,74% en 2016. Entre 2016 et 2018, l'EBITDA a augmenté à un rythme annuel moyen de 3,06% et son résultat net de 7,14%.

Cependant, la marge économique de la SMB est également tributaire des variations des cours mondiaux du baril Brent DTD. En effet, en 2013, lorsque le cours moyen du baril Brent DTD était à son niveau le plus haut (108,7 \$/bbl), la marge économique de la SMB était à 11,8 \$ / bbl. En comparaison, en 2017, lorsque le cours moyen du baril Brent était à 54,16 \$ / bbl, la marge économique de la SMB s'établissait à son niveau le plus élevé à 23 \$ / bbl.

D'autre part, grâce à une capacité d'autofinancement positive lors des quatre derniers exercices et une trésorerie nette excédentaire en 2017 et 2018, la SMB a remboursé plus de 30,23 Milliards d'emprunts entre 2015 et 2018, ce qui a amélioré ses ratios de solvabilité.

Aussi, sur la période du 31/07/2018 au 31/07/2019, la performance boursière du titre SMB a été meilleure que celle du secteur Industries et celle du marché actions de la BRVM. Ainsi, sur les douze derniers mois, le titre SMB a perdu 11,76% contre des pertes respectives de 42,15% et 25,98% pour l'indice sectoriel Industries et l'indice BRVM composite.

Par ailleurs, la SMB distribuera un dividende total brut de 3,89 Milliards (dividende net de 450 FCFA par action) en 2018 contre 974 Millions en 2017. Par conséquent, entre 2017 et 2018, le taux de distribution brut de dividendes est passé de 12% à 45%. Ainsi, le rendement net par action qui était de 2,37% en 2017 s'est établi à 9,23% en 2018. Lors des prochains exercices, les dirigeants de la SMB envisagent de distribuer davantage de bénéfices ce qui entraînera une hausse du rendement net par action du titre SMB.

- *Présentation de la SMB*

CRÉATION
Fondée en 1976 par la PETROCI, la Société Multinationale de Bitumes (SMB) est une raffinerie spécialisée dans la production, le stockage et la commercialisation de bitumes routiers et produits pétroliers dérivés par distillation (distillation atmosphérique et d'une distillation sous-vide).
ACTIONNARIAT
Société Ivoirienne de Raffinage (SIR) (72%), Divers Privés (28%)
PRINCIPALES ACTIVITÉS
<ul style="list-style-type: none"> • Production et commercialisation de bitumes (~55% de la production totale) ; • Production et commercialisation de Distillats à la SIR, la société mère (~44% de la production totale).
APPROVISIONNEMENT EN PÉTROLE BRUT
La SMB s'approvisionne en pétrole brut à bitumes en provenance principalement d'Amérique latine.
CAPACITÉ DE PRODUCTION
<p>L'unité de production de la SMB située dans la zone industrielle de Vridi a une capacité de traitement de 600 000 tonnes de pétrole brut par an et peut produire environ entre 300 000 et 400 000 tonnes de bitumes par an.</p> <p>La SMB dispose d'une capacité de stockage en bitumes d'environ 42 000 m³ dont 27 000 m³ stockés en raffinerie et 15 000 m³ disponibles dans son dépôt situé à proximité des quais de réception des navires dans le canal de Vridi. Ce dépôt permet de faire des livraisons directes sur des navires et de charger des camions citernes et conteneurs.</p> <p>Tous les bitumes sont pompés vers les tankers à une cadence de 250 m³ par heure.</p>
PRINCIPAUX MARCHÉS DESSERVIS
<p>Cotée à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) depuis 1996, la SMB, réalise ses ventes de bitumes au sein de trois principaux marchés :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le marché local correspondant aux ventes de bitumes en Côte d'Ivoire (~30% des ventes totales de bitumes) ; - Les Autres Marchés Terre (Burkina-Faso, Mali, Niger) (~5% des ventes totales de bitumes) ; - Le Marché Export Mer (~65% des ventes totales de bitumes) : <ul style="list-style-type: none"> • Afrique du Nord : (Algérie, Maroc) ; • Afrique de l'Ouest : (Benin, Guinée Conakry, Sierra Léone Libéria, Ghana, Mauritanie, Nigéria, Sénégal, Togo) ; • Afrique centrale : (Angola, Cameroun, Gabon, Guinée Equatoriale, RD Congo) ; • Amérique du Sud : (Uruguay). <p>Le bitume commercialisé au Marché Export par voie maritime est principalement destiné aux filiales africaines de multinationales actives dans la production et le trading de produits pétroliers (TOTAL, VIVO ENERGY, SHELL, PUMA ENERGY, VITOL, etc.).</p>

Points forts

- *Un marché du bitume en croissance*

D'après une étude parue en 2018 provenant du cabinet de conseil Global Market Insights, le marché mondial du bitume vaudra plus de 112 Milliards de dollars en 2025. L'étude révèle que le segment de la construction routière représentera à cet horizon plus de 80% de ce marché.

De surcroît, dans le cadre du Programme de Développement des Infrastructures en Afrique (PIDA), projet géré par le NEPAD, les investissements prévus afin de connecter les Etats par le biais d'infrastructures routières et d'échanges inter-Etats est évalué à 185 milliards de dollars. Le volet infrastructures routières représente à lui seul près de 40 milliards de dollars. La SMB, leader dans la production de bitumes en Afrique de l'ouest et centrale bénéficiera des retombées de ce programme et compte à cet effet renforcer ses capacités de production.

D'autre part, si l'on se rapporte aux prévisions du Fonds Monétaire International (FMI) en 2018, la croissance du PIB de la Côte d'Ivoire devrait s'établir entre 6,5% et 7% de 2019 à 2023. De ce fait, ce taux de croissance restera soutenu lors des cinq prochaines années malgré qu'il soit en diminution en comparaison aux cinq dernières années (taux de croissance compris entre 8% et 10%).

Par ailleurs, le Département de l'Aménagement du Territoire Communautaire et des Transports de l'UEMOA (DATC) prévoit que la population urbaine de l'UEMOA devrait atteindre 200 millions d'habitants en 2040 (soit une population urbaine multipliée par quatre par rapport à celle de 2010).

En outre, selon les statistiques de la Banque Mondiale, le taux d'urbanisation en Côte d'Ivoire était de 50,33% en 2017 et croît à un rythme annuel moyen de 3,8%. L'organisme « UN World Urban Population » estime de son côté que ce taux d'urbanisation en Côte d'Ivoire devrait s'établir à 60% en 2025 et dépasser les 70% en 2050.

Ces projections de forts taux de croissance et d'urbanisation en Côte d'Ivoire et dans la zone UEMOA lors des années à venir se traduiront par une hausse de la demande en infrastructures routières et par conséquent de bitumes.

- *La SMB : unique producteur de bitumes en Afrique de l'ouest*

La société SMB actuellement unique raffinerie de production de bitumes en Afrique de l'ouest et centrale, de par sa position géographique, et présente à la fois sur son marché local et sur le marché international, devrait bénéficier de cette conjoncture économique favorable.

En effet, plusieurs projets routiers sont actuellement en cours à Abidjan et dans les autres régions de Côte d'Ivoire. À cet effet, le gouvernement ivoirien projette de construire plus de 1 500 km de routes revêtues d'ici 2020 :

La deuxième phase du Projet de Transport Urbain d'Abidjan (PTUA)

- Construction de l'échangeur de l'Amitié Ivoirino-japonaise (2 ponts de 312 et 210 mètres, coût 25 Milliards) ;
- Construction du 4^{ème} pont d'Abidjan entre le Plateau et Yopougon (7,2 km, coût 142 Milliards) ;
- Aménagement de l'autoroute de contournement Y4 (section 1 Boulevard Mitterrand-route d'Anyama, 24,4 km ; section 2 route d'Anyama-autoroute du Nord, 12 km, coût 170 Milliards).

Schéma Directeur d'Urbanisme du Grand Abidjan (SDUGA) :

- Réhabilitation du pont Félix Houphouët Boigny (750 mètres, coût 41,7 Milliards) ;
- Construction du pont de Cocody (1,5 km, coût 77,5 Milliards).

Projets routiers à l'intérieur du pays

- Travaux de prolongement de l'autoroute Yamoussoukro – Bouaké (95 km, coût 172 Milliards) ;
- Projet de construction de l'autoroute sur la côte Abidjan-San Pedro (370 km, coût 740 Milliards) ;
- Construction de la route Grand Bassam-Aboisso (69 km, coût 22 Milliards).

Ainsi, la SMB peut s'attendre à obtenir davantage de commandes publiques exclusives de bitumes afin de réaliser des routes, des ponts et autres infrastructures dans le cadre du Plan de développement Emergence 2020 de la Côte d'Ivoire (1 000 km de routes par an) d'un coût global de 3 760 Milliards FCFA.

En outre, une hausse de ses exportations de bitumes (représentant plus de ~60% de ses ventes totales de bitumes) dans la sous-région et à l'international est aussi à prévoir durant les prochaines années.

En effet, selon la Banque Africaine de Développement (BAD), le Programme d'Actions Communautaires des Infrastructures et du Transport Routier (PACITR) de l'UEMOA intègre un sous-programme de 2063 km de routes transfrontalières dont 285 km concernent la Côte d'Ivoire :

- Première phase du Projet de routes de désenclavement des zones transfrontalières Bondoukou-Soko-Sampa (à la frontière avec le Ghana) (11,4 km, financement de 8,8 Milliards du Fonds Africain de Développement (FAD) et de 6,85 Milliards du Guichet de la BAD) ;
- Réalisation du corridor Bamako-Zantiébougo au Mali et Bandiali-San Pedro (140 km, coût 150 Milliards) ;
- Développement du corridor Praia-Dakar-Abidjan (3164 km, étude en cours du financement).

De plus, la volonté affichée des dirigeants des pays d'Afrique de l'ouest de soutenir le développement des infrastructures routières grâce à de nouveaux partenariats est aussi profitable à la SMB. Par exemple, une nouvelle joint-venture a été scellée entre la SMB et une société locale au Ghana (GOIL Ghana) pour le stockage de plus de 15 000 tonnes de bitumes. Un autre projet d'accord commercial et technique est en cours avec la SONANGOL en Angola. L'Angola étant un hub dans sa zone géographique pour un certain nombre de pays (Mozambique, Zambie, RDC), ce partenariat stratégique pourrait se construire autour d'une plateforme multimodale logistique, ce qui ouvrira indéniablement de nouvelles perspectives commerciales à la SMB.

Ce type de modèle de partenariats sera développé par la SMB lors des exercices ultérieurs dans le cadre de la stratégie de consolidation et de diversification de ses marchés Export à proximité (Togo, Guinée etc.).

Ainsi, le bénéfice net dégagé des exportations de bitumes devrait donc augmenter d'autant plus que les produits pétroliers de la SMB sont agréés à la Taxe Préférentielle Communautaire (TPC) pour les pays membres de l'UEMOA. Cet avantage concurrentiel conforte la SMB dans sa position de leader incontesté du bitume dans l'ensemble des pays membres de l'UEMOA.

- *Une croissance portée par la gestion des risques opérationnels et financiers*

Dans le but d'améliorer sa productivité et sa rentabilité, la SMB s'est engagée ces dernières années à mieux gérer et maîtriser ses risques opérationnels et financiers. Pour ce faire, la SMB poursuit ses efforts internes en vue de :

- Contrôler ses coûts de production et de distribution : Au-delà de ses investissements visant à une optimisation continue du processus de production, la SMB dispose d'une réelle expertise dans la logistique et la manutention de bitumes. En effet, elle possède des navires performants aux taux de rotation élevés et une assistance logistique lui permettant de réduire de 50% le temps de manutention du bitume par ses clients. Cette réduction du temps lui permet de faire baisser ses coûts directs et de rester compétitif sur le marché du bitume ;
- Maîtriser efficacement l'impact des variations des cours du baril Brent DTD ;
- Gérer de manière efficiente le remboursement de ses emprunts court, moyen et long terme ;
- Améliorer le recouvrement de ses créances impayées ;
- Procéder à une rationalisation organisationnelle et commerciale afin de relever ses performances financières et sa compétitivité sur toute sa zone de trading. La SMB maîtrise toute la chaîne de valeur de la production jusqu'à la commercialisation de bitumes. De ce fait, la SMB produit et livre elle-même le bitume jusqu'à la limite de stockage de ses clients, ce qui lui confère un réel avantage compétitif.

De plus, en ce qui concerne son positionnement, la SMB s'est engagée depuis plusieurs années dans une démarche qualité produit exigeant un respect des normes internationales en matière de raffinage de pétrole. En effet, la SMB est actuellement certifiée par la norme ISO 9001 pour la production et la commercialisation de bitumes et ISO 14001 (version 2015) pour le management environnemental.

L'audit de renouvellement réalisé en novembre 2018 a confirmé la bonne vitalité du Système de Management de la Qualité (SMQ) de la SMB. Par conséquent, le certificat ISO 9001 version 2015 de la SMB est maintenu pour ses activités de production, de stockage et de commercialisation de bitumes. De même, l'audit de suivi réalisé en septembre 2018 a confirmé la bonne vitalité du Système de Management de l'Environnement (SME) de la SMB. Ainsi, le certificat IS 14001 (version 2015) est lui aussi maintenu pour ses activités de production, de stockage et de commercialisation de bitumes.

Ces différentes mesures ont eu pour effet d'améliorer l'image et la rentabilité de la SMB durant ces trois derniers exercices.

- *Reprise de l'activité de production et des exportations*

Le chiffre d'affaires de la SMB estimé à 134,19 Milliards FCFA en 2018 a connu une progression de 48,67% par rapport à celui de l'exercice 2017 (90,26 Milliards FCFA).

En détail, la commercialisation de bitumes (~ 52% des ventes totales) représentait 63,13 Milliards (210,2 KT) en 2018 contre 45,4 Milliards en 2017 (192,4 KT), soit une progression de 39,04%.

Sur le marché local, les ventes de bitumes s'établissaient à 26,01 Milliards (75,9 KT) en 2018 contre une valeur de 13,20 Milliards (43,4 KT) en 2017, soit une hausse de 97,04%. Cette hausse de l'activité est due en partie à la cadence soutenue des travaux de bitumage de projets routiers en Côte d'Ivoire dans le cadre du Programme Emergence 2020 (1 000 Km / an).

En ce qui concerne les Autres Marchés Terre (Burkina-Faso, Mali, Niger), les ventes de bitumes en 2018 se sont établies à 2,79 Milliards (9,70 KT) soit une hausse de 20,15% par rapport aux ventes de 2017 estimées à 2,32 Milliards (9,6 KT). Le niveau d'activité est soutenu depuis deux ans grâce à la mise en œuvre de projets majeurs au Mali.

Les exportations de bitumes enregistrées sur le Marché Export Mer (Nigéria, Ghana, Angola, Uruguay, Burkina-Faso, Cameroun, Mali, Niger) quant à elles étaient de 34,33 Milliards (124,6 KT) en 2018 en hausse de 14,90% par rapport à celles réalisées en 2017 pour un montant de 29,88 Milliards (139,4 KT). Cette hausse en valeur s'explique par la hausse (+31,37%) des cours mondiaux de pétrole brut entre 2017 et 2018.

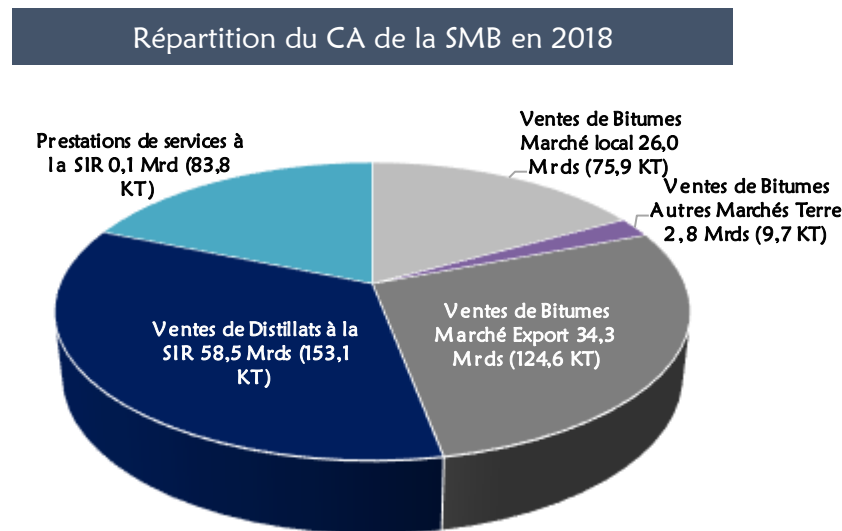
Par ailleurs, la baisse en volume de l'activité sur ce marché Export mer (-10,62%) s'explique par les phénomènes suivants :

- Au Ghana : les chantiers routiers ont connu un retard dans leur exécution suite à la suspension des

règlements intervenus depuis 2017 ;

- Au Nigéria (second marché de la SMB après la Côte d'Ivoire) : Indisponibilité des devises nécessaires à la couverture des ventes de bitumes sur ce pays.

D'autre part, les ventes de Distillats (~ 48% des ventes totales) ont atteint 58,51 Milliards (153,1, KT) en 2018 en progression de 49,98% par rapport à celles de 2017 enregistrées à 39,01 Milliards (121,2 KT).



Source : Rapport annuel 2018 SMB CI

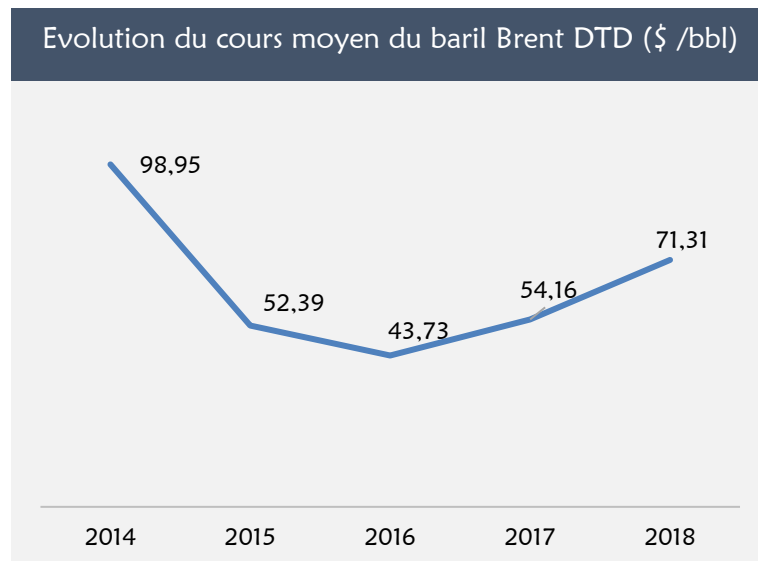
Cette hausse importante du chiffre d'affaires constatée entre les deux derniers exercices s'explique aussi par la mise aux arrêts en 2017 de l'unité de production de la SMB pendant 135 jours à cause d'incidents techniques, rupture de stocks, travaux et incendie (contre 49,9 jours d'arrêts en 2018). En effet, la production totale de la SMB a connu une progression de 27,36% entre 2017 (298 KT) et 2018 (379,8 KT) ce qui a permis de couvrir le marché local.

- *Une gestion renforcée des coûts de production*

Les achats de matières premières et fournitures (pétrole brut, combustibles et autres charges directes) représentaient 78% du chiffre d'affaires de la SMB en 2016 contre 73% en 2018. Cette diminution (-7%) des charges directes durant cette période peut être expliquée par deux facteurs :

- En premier lieu, la chute du cours moyen du baril de pétrole brut Brent DTD en 2016 (43,73 \$ / bbl¹) et en 2017 (54,16 \$ / bbl) en comparaison au cours moyen observé en 2013 (108,7 \$ / bbl) et 2014 (98,95 \$ / bbl). En effet, le cours moyen du baril de pétrole brut Brent DTD a une incidence directe sur le coût d'achat moyen de pétrole brut par la SMB et par conséquent sur ses prix de vente de produits finis et sa marge économique.

¹ bbl : baril



Source : Rapports annuels SMB CI

Selon les prévisions, le cours moyen du prix du baril Brent DTD connaîtra probablement une baisse annuelle de 7,11% en 2019 (66 \$ / bbl), une baisse de 8,33% en 2020 (60,5 \$ / bbl) puis augmenter de 15,37% en 2021 (69,8 \$ / bbl) pour se stabiliser autour de 75 dollars en 2022 (75,6 \$ / bbl) et 2023 (75 \$ / bbl). Sur la base de ces estimations, la marge économique de la SMB devrait augmenter de 2019 à 2021 pour ensuite diminuer légèrement en 2022 et 2023.

De ce fait, en 2017, lorsque le cours moyen du baril Brent était à 54,16 \$ / bbl, la marge économique de la SMB s'établissait à son niveau le plus haut à 23 \$ / bbl représentant 45% du coût d'achat moyen de pétrole brut.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cours moyen baril Brent DTD (\$ / bbl)	108,7	98,95	52,39	43,73	54,16	71,31
Indicateur international de marge de raffinage (\$ / bbl)	2,82	2,26	4,31	2,52	4,12	3,42
<i>Evolution (en %)</i>		-20%	91%	-42%	63%	-17%
Coût moyen d'achat de pétrole brut par SMB (\$ / bbl)	110,2	96,53	48,1	NC	51,2	68
Marge économique SMB (\$ / bbl)	11,8	11,2	14,5	15,4	23	21
Marge économique SMB (\$ / bbl) / Coût moyen d'achat de pétrole brut	11%	12%	30%		45%	31%
<i>Evolution (en %)</i>		-5%	29%	6%	49%	-9%

Source : Rapports annuels SMB CI

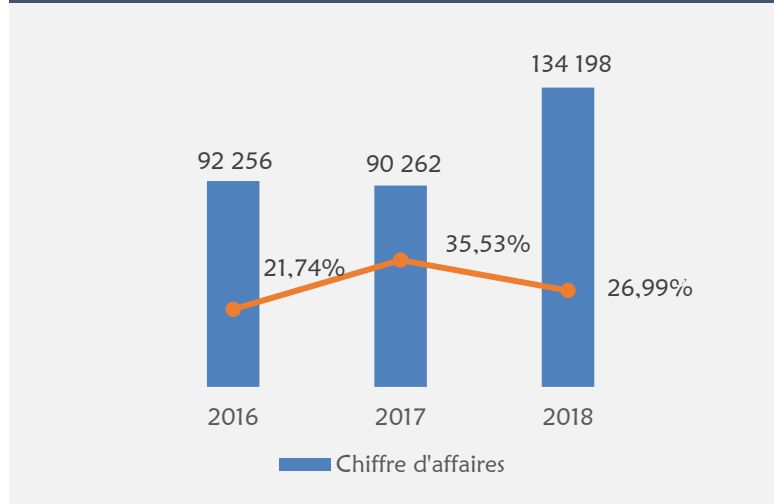
- En second lieu, les investissements réalisés par la SMB visant à réduire ses coûts de production grâce à une optimisation de son processus de production.

En effet, la société SMB a choisi le gaz naturel comme combustible de chauffage à la place du DDO (« Distillate Diesel-Oil ») et l'installation de compteurs entre les dépôts et les cuves de chauffage afin d'obtenir les quantités réelles de bitumes chauffés.

- *Des indicateurs de rentabilité en nette progression*

La marge brute de la SMB représentait 26,99% de son chiffre d'affaires en 2018 contre 21,74% en 2016 grâce aux efforts de réduction des coûts de production.

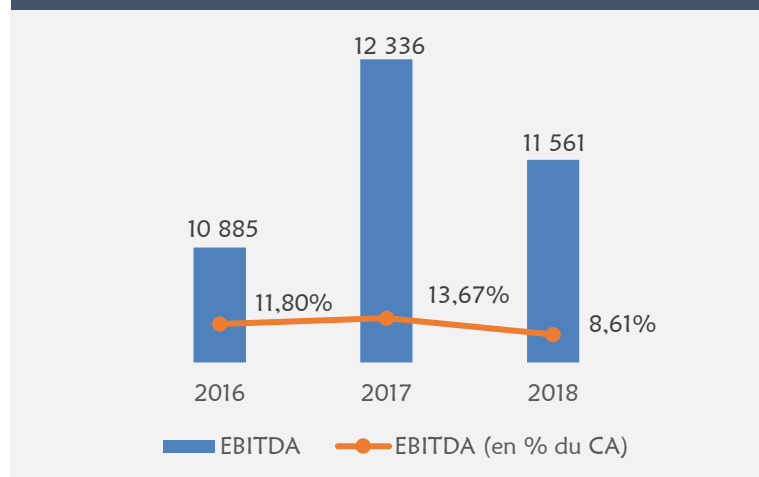
Evolution du chiffre d'affaires de la SMB (en millions FCFA)



Source : Rapports annuels SMB CI

L'EBITDA de la SMB, quant à lui a connu une croissance annuelle moyenne de 3,06% entre 2016 (10,88 Milliards) et 2018 (11,56 Milliards). Cependant, la baisse de 6,29% de l'EBITDA constatée entre 2017 et 2018 provient d'une hausse de 43,23% des charges externes, plus précisément des services extérieurs sur la même période. En effet, une taxe spécifique (TTHU= Taxe de Transfert Hors UEMOA²) a été appliquée sur les transferts provenant d'achats de pétrole brut à l'étranger.

Evolution de l'EBITDA de la SMB (en millions FCFA)

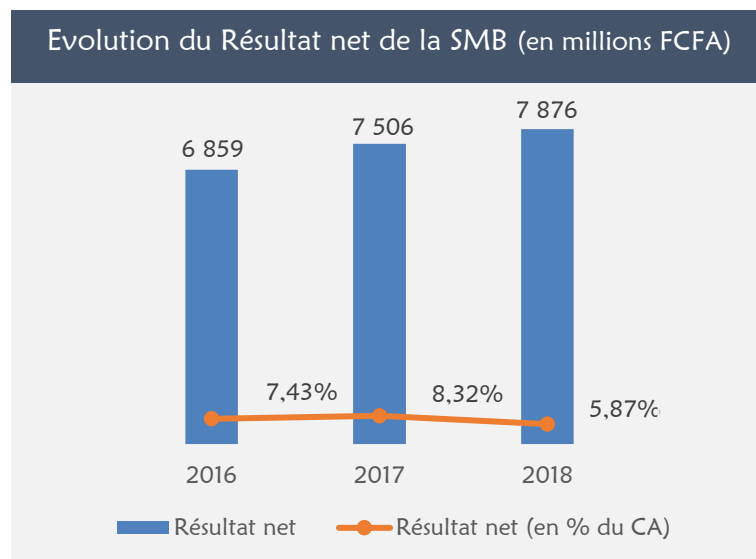


Source : Rapports annuels SMB CI

Le résultat net de la SMB a connu une croissance deux fois plus importante que celle de l'EBITDA avec un taux de progression annuel moyen de 7,16% entre 2016 (6,85 Milliards) et 2018 (7,88 Milliards).

Il est important de noter que le résultat net de l'exercice 2018 intègre l'impact de l'impôt des Bénéfices Industriels et Commerciaux (BIC) à 25%.

² TTHU = Montant d'acquisition du pétrole brut par Lettre de Crédit (LC) * 0,6%



Source : Rapports annuels SMB CI

Par ailleurs, le ratio de rentabilité des capitaux apportés (ROE) ressort à 54% en 2018.

D'autre part, le ratio de rentabilité des moyens utilisés (ROA) de la SMB s'est établi en moyenne à 8% entre 2016 et 2018. Ce ratio, s'intégrant dans la moyenne observée dans le secteur industriel, (lourds investissements à réaliser) informe sur la capacité actuelle de la SMB à réaliser des bénéfices avec ses propres moyens.

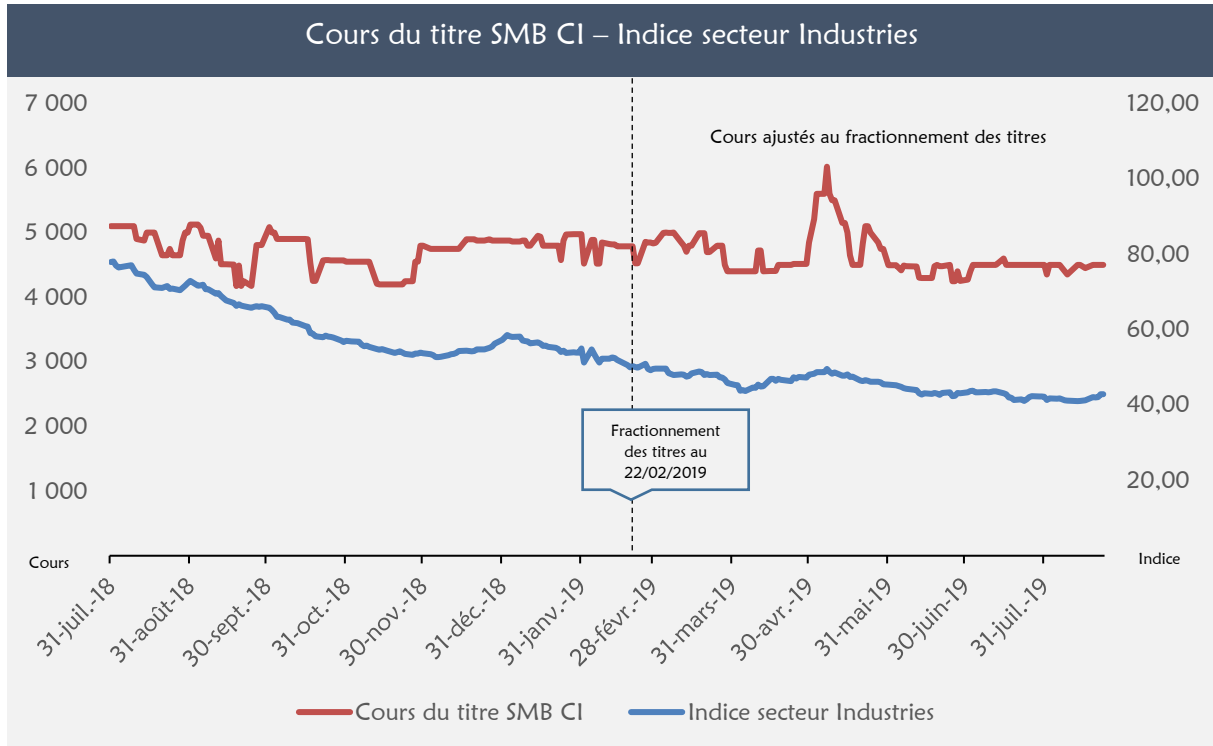
Par conséquent, la capacité d'autofinancement de la SMB a été excédentaire en 2016 (8,56 Milliards), en 2017 (8,85 Milliards) et en 2018 (7,89 Milliards). Ainsi, la SMB a généré suffisamment de ressources pour financer son activité de production de bitumes et distillats, une partie de ses investissements et rembourser ses emprunts court, moyen et long terme.

- *Une performance boursière meilleure que celle du marché*

Sur les douze derniers mois, le titre SMB a perdu 11,76% atteignant 4 500 FCFA le 31/07/2019 contre 5 100 FCFA le 31/07/2018 (cours ajusté³ après le fractionnement des titres au 22/02/2019).

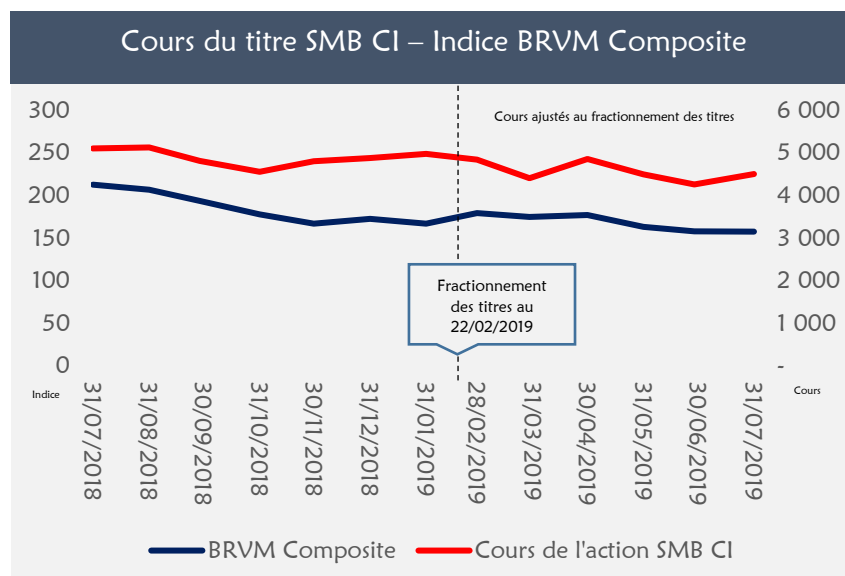
Par ailleurs, l'indice sectoriel Industries a été enregistré à 42,15 le 31/07/2019, soit une perte de 45,92% par rapport à son niveau du 31/07/2018 (77,94).

³ Cours ajusté = cours historique + événement sur valeur (fractionnement des titres, versement de dividendes)



Source : Bulletin officiel de la cote (BOC) de la BRVM

L'indice BRVM composite quant à lui a perdu 25,98% passant de 212,51 le 31/07/2018 à 157,30 le 31/07/2019. La baisse de l'indice BRVM composite en 2018 est due au déséquilibre qui s'est produit sur le marché actions suite à la mise en application des normes prudentielles Bâle III au sein de l'espace UEMOA qui ont fait chuter les valeurs bancaires de la BRVM. De plus, les nouvelles introductions en bourse qui ont été notées sur le marché action en 2018 ont entraîné une surabondance de titres suite aux ventes massives de titres à faible rendement ce qui explique la régression de l'indice BRVM.



Source : Bulletin officiel de la cote (BOC) de la BRVM

Sur la période considérée, on peut conclure d'une surperformance du titre SMB par rapport à l'indice de son secteur et à l'indice du marché. Ainsi, la capitalisation boursière de SMB a progressé de 24,41% entre le 31 Décembre 2017 (30,54 Milliards pour un cours moyen de 15 675 FCFA) et le 31 Décembre 2018 (38 Milliards pour un cours moyen de 16 698 FCFA) (source : Rapport annuel 2018 SMB CI).

Entre le 31/07/2018 et le 31/07/2019, en variation mensuelle, la variation la plus haute du titre SMB a été enregistrée entre 29/03/2019 et le 30/04/2019 (+10,23%). La baisse la plus marquée a été observée entre le 30/04/2019 et le 31/05/2019 (-7,32%).

Sur la même période, la variation mensuelle moyenne du titre SMB s'établit à -1,04%. Son bêta moyen mesurant sa volatilité, estimée à 0,19, est inférieur à celui du secteur Industries (0,54). L'amplitude des variations du titre SMB est quasiment trois fois moins importante que celle du secteur Industries. En conclusion, le titre SMB peut être considéré comme peu risqué par rapport à son secteur.

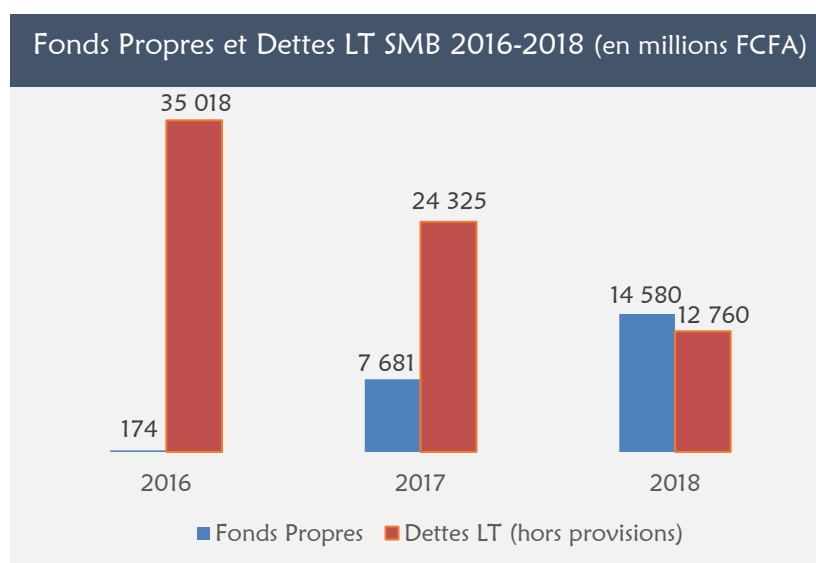
D'autre part, le PER moyen du titre SMB s'établissait à (4,71x) en 2018 contre (4,62x) en 2017 soit un gain de +1,9%. En comparaison, le PER moyen du secteur Industries a été enregistré à (20,67x) en 2018 en régression de 7,92% par rapport à 2017. Nous constatons donc qu'en 2018, le prix moyen des titres actions du secteur Industrie est quasiment cinq fois plus cher que le prix moyen du titre SMB.

- *Une trésorerie et une solvabilité en nette amélioration*

Le ratio d'endettement net (« Net Gearing ») de la SMB s'est établi à -85% en 2018 contre un taux de 223% pour l'exercice 2017. Ce taux négatif résulte du fait que la trésorerie active de la SMB en 2018 (47,22 Milliards) est quasiment 3,5x supérieure à ses dettes financières en 2018 (13,32 Milliards).

La trésorerie nette de la SMB enregistrée à -11,84 Milliards en 2015 s'est établit à +24,38 Milliards en 2018 avec une croissance importante de +240% entre 2017 (+7,16 Milliards) et 2018 (+24,38 Milliards), grâce à l'encaissement effectif du remboursement de la première échéance de titres de la BFA pour 92 Millions et le recouvrement total de sa créance de distillats de 34,05 Milliards auprès de la SIR.

Cette amélioration de la solvabilité s'explique par la réduction rapide de ses emprunts (CMT, emprunt obligataire et crédit spot relais) grâce à une capacité d'autofinancement positive lors des quatre derniers exercices (+7,81 Milliards en 2015, +8,56 Milliards en 2016, +8,85 Milliards en 2017 et +7,89 Milliards en 2018). Entre 2015 et 2018, la SMB a remboursé plus de 30,23 Milliards d'emprunts (3,59 Milliards en 2015, 4,48 Milliards en 2016, 10,62 Milliards en 2017 et 11,53 Milliards en 2018).



Source : Rapports annuels SMB CI

De plus, le ratio EBITDA / charges financières était de 1,6x en 2015 contre 3,4x en 2018. Cependant, les investissements à réaliser d'ici 2023, financés en partie par endettement, pourraient faire progresser ce ratio.

Cette tendance est également confirmée par le ratio d'indépendance financière de la SMB qui est passé de 30,2% en 2017 à 109,4% en 2018, ce qui traduit une nette progression entre les deux derniers exercices. Le ratio d'autonomie financière de la SMB quant à lui s'est amélioré en 2018 (14,5%) contre 8,6% en 2017 en dépit du fait que ce ratio soit inférieur au seuil minimal fixé à 20%.

L'analyse de ces différents ratios montrent que la société SMB est redevenue solvable depuis l'exercice 2018. Cependant, cette solvabilité devra être confirmée lors des exercices ultérieurs.

Une politique de distribution de dividendes et un rendement qui s'améliorent

Depuis l'exercice 2011, la SMB a toujours appliqué une politique de distribution de dividendes (aux exercices 2011, 2012, 2017 et 2018) constante à 500 FCFA brut par action soit 450 FCFA net par action.

En 2015 et 2016, la SMB n'a pu distribuer de dividendes en dépit de ses résultats nets positifs afin de restaurer au mieux ses fonds propres.

Cependant, le Management de la SMB a décidé de revoir sa politique stratégique à moyen terme et a distribué pour le compte de l'exercice 2017 un dividende net de 450 FCFA/action à ses actionnaires.

En 2018, la SMB distribuera un dividende total brut de 3,89 Milliards, soit un dividende net de 450 FCFA par action, après fractionnement. Entre 2017 et 2018, le taux de distribution brut de dividendes est passé de 12% à 45%. Ainsi, de 2017 à 2018, la SMB a distribué un montant total brut de dividendes de 4,87 Milliards pour un rendement net moyen par action de 5,78%.

Années	2 011	2 012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Résultat net (Millions)	3 280	(824)	(6 105)	(13 174)	5 533	6 859	7 506	7 874
Nombre d'actions en circulation (ajusté au fractionnement)	7 795 200	7 795 200	7 795 200	7 795 200	7 795 200	7 795 200	7 795 200	7 795 200
BNPA	1 683	(423)	(3 133)	(6 760)	2 839	3 520	3 852	1 010
Dividendes bruts (Millions)	974	974					974	3 898
Taux de distribution de dividendes	27%	N/C					12%	45%
Dividendes net/action	450	450					450	450
Cours de l'action fin année N (ajusté au fractionnement)	4 750	4 000	4 999	3 498	4 750	4 650	1 905	4 875
Rendement net /action (ajusté au fractionnement)	9,47%	11,25%					2,33%	9,23%
PER	11,29	9,51	(47,29)	(4,47)	(2,81)	7	2,17	4,83

Sources : Rapports annuels SMB CI, Analyses CGF

D'autre part, le rendement net par action s'est établi à 9,23% en 2018 contre 9,66% pour les titres actions du secteur Industries et 7,87% pour l'ensemble des titres du marché actions de la BRVM. Ainsi, on constate un rendement du titre SMB en 2018 en surperforme que ceux de l'ensemble du marché actions et qui est quasi identique à ceux pratiqués dans son secteur.

Les dirigeants de la SMB se font fixés comme objectif d'arriver à distribuer davantage de bénéfices lors des prochains exercices. De ce fait, cette nouvelle stratégie de distribution de dividendes, entraînera une hausse du rendement net par action du titre SMB.

Points faibles

- *Une production et une marge économique qui dépendent fortement des variations des cours du baril Brent DTD*

Le contexte volatil du marché pétrolier mondial (avec une baisse marquée des cours du pétrole brut Brent DTD en 2015, 2016 et 2017) a considérablement contribué à l'amélioration des indicateurs de rentabilité de la SMB de 2016 à 2018 en comparaison aux résultats déficitaires enregistrés en 2013 (-6,10 Milliards) et en 2014 (-13,17 Milliards).

En clair, lorsque le cours moyen du baril Brent DTD chute, cela entraîne pour la SMB une baisse du coût moyen d'achat de pétrole brut et de son prix de vente final de bitumes.

En somme, les produits de la SMB issus du traitement de pétrole brut demeurent exposés aux effets des fluctuations des cours mondiaux du baril Brent DTD. Il existe donc une forte corrélation entre et l'évolution du cours international du baril Brent DTD et le prix de ces produits.

- *Hypothèses de marge économique durant les cinq prochaines années*

De ce fait, deux facteurs peuvent impacter le bénéfice net de la SMB durant les cinq prochains exercices :

Tout d'abord, le taux de croissance annuel de la production de bitumes et distillats à partir de pétrole brut. Actuellement, l'unité de production de la SMB a une capacité de traitement de 600 000 tonnes de pétrole brut par an et une capacité de production d'environ 400 000 tonnes de bitumes par an. Nous pensons que des investissements supplémentaires devraient être réalisés afin d'augmenter la production annuelle de produits pétroliers.

La demande importante en infrastructures routières en Côte d'Ivoire, dans les autres pays d'Afrique de l'Ouest comme nous l'avons présenté ci-dessus sera à l'origine de la croissance de la production de bitumes lors des cinq prochaines années et au-delà.

Par conséquent, les différents taux de croissance de la production auxquels nous nous attendons de 2019 à 2023 sont les suivants :

	2019	2020	2021	2022	2023
Taux de croissance prévisionnels de la production	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%

Source : *Analyses CGF*

Le deuxième facteur auquel les bénéfices nets prévisionnels de la SMB sont corrélés sont les cours moyens du baril Brent DTD. Selon les prévisions, le cours moyen du prix du baril Brent DTD devrait augmenter de 5,8% en 2021, 14,5% en 2022 et 13,6% en 2023 par rapport au cours moyen prévisionnel en 2019 (66 \$ / bbl).

	2019	2020	2021	2022	2023
Cours moyen prévisionnel du baril Brent DTD (\$ / bbl)	66	60,5	69,8	75,6	75

Source : *The Economist Intelligence Unit, Country Forecasts, March 2019, UK*

Ainsi sont présentées ci-dessous les hypothèses de marge économique que nous anticipons pour la SMB entre 2019 et 2023. Ces hypothèses de marge économique sont directement corrélées aux cours moyens prévisionnels du baril Brent DTD de 2019 à 2023.

Années	2019	2020	2021	2022	2023
Cours moyen prévisionnel du baril Brent DTD (\$ / bbl)	66	60,5	69,8	75,6	75
Variation du coût d'acquisition du pétrole brut (%)	6%	6%	6%	6%	6%
Coût moyen d'achat de pétrole brut (\$ / bbl)	62,04	56,87	65,61	71,06	70,5
% Marge économique SMB⁴	27,5%	35%	30%	25%	25%
Marge économique SMB (\$ / bbl)	17,06	19,90	19,68	17,77	17,63
Prix final de vente de la production (\$ / bbl)	79,10	76,77	85,30	88,83	88,13

Sources : The Economist Intelligence Unit, Country Forecasts, March 2019, UK, Analyses CGF

- *Une liquidité convenable mais qui demeure fragile*

L'étude des ratios de liquidité révèle que la société SMB a toujours eu la capacité de régler ses dettes à court terme durant les cinq dernières années. Néanmoins, lors des trois derniers exercices, cette liquidité a eu tendance à s'éroder.

Ainsi, le ratio de liquidité générale de la SMB ressort à 88% en 2018 contre 134% en 2017 et 178% en 2016.

En outre, le ratio de liquidité immédiate de la SMB qui prend en compte les liquidités réelles de la SMB (déduction faite des stocks) s'est établi à 65% en 2018. Les liquidités provenant de l'actif à court terme de la SMB ont donc couvert plus des deux tiers de ses dettes à court terme.

En conclusion, la liquidité de la SMB reste assez fragile mais devrait se renforcer au cours des prochains exercices en cas d'une gestion plus efficace du BFR et d'une constance dans la trajectoire de rentabilité.

⁴ La marge économique a été exprimée en pourcentage du coût moyen d'achat de pétrole brut

Valorisation du titre SMB

- *Prix cible du titre SMB en 2019*

Afin de valoriser le titre SMB, quatre méthodes ont été utilisées :

- La méthode DCF d'actualisation des cash-flows futurs ;
- La méthode de Gordon-Shapiro consistant à actualiser les flux de dividendes futurs ;
- La méthode des comparables grâce la médiane ajustée (-5%) du PER de sociétés comparables ;
- La méthode des comparables grâce à la médiane ajustée (-5%) du multiple (VE/EBITDA).

Valorisation du titre SMB CI	Cours
Valorisation par le DCF	5 286
Valorisation par les dividendes	7 024
Valorisation par le PER	5 662
Valorisation par le multiple VE/EBITDA	6 818
Prix cible en 2019	6 197 FCFA

Au regard des différentes méthodes de valorisation utilisées sur la base des résultats de l'exercice 2018, le prix moyen ou prix cible du titre SMB est évalué à **6 197 FCFA** pour l'exercice 2019.

Méthode DCF

Millions FCFA	2019	2020	2021	2022	2023
Valorisation DCF années 2019 à 2023					
EBITDA	11 584	17 395	17 734	14 739	15 153
(-) Impôts	(2 242)	(3 878)	(3 871)	(3 168)	(3 248)
(-) Variation BFR	(35 412)	(1 879)	(4 562)	(2 180)	(1 495)
(-) Investissements nets de cessions	(1 184)	(1 195)	(1 381)	(1 499)	(1 550)
Free Cash flows	(27 254)	10 443	7 921	7 891	8 859
Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC)	6,4%				
Multiple EBITDA	4				
Valeur Terminale (multiple EBITDA)					35 437
Valeur présente des flux	(25 617)	9 227	6 578	6 160	32 502
Valorisation SMB CI	28 849				
(-) Dette nette	(12 358)				
Valeur des Capitaux Propres	41 207				
Nombre de titres SMB CI	7 795 200				
Prix du titre SMB CI (FCFA)	5 286				

Source : Analyses CGF

Méthode de Gordon-Shapiro

Nous avons évalué le prix du titre SMB grâce aux dividendes futurs qu'il offrira. Au vu de la politique actuelle du Management de la SMB, nous avons choisi comme hypothèse un taux de croissance des dividendes nul lors des prochains exercices.

Dernier dividende net versé par SMB CI	450 FCFA
Rendement exigé du titre SMB CI	6,41%
Taux de croissance annuel des dividendes	0%
Valeur théorique de l'action SMB CI	7 024 FCFA

Afin de valoriser le prix du titre SMB avec la méthode des comparables, nous avons choisi deux sociétés nigériennes (11 PLC et FORTE OIL PLC), actifs dans la transformation de produits pétroliers notamment le bitume sur le marché ouest africain.

Société	Pays	Année	PER	VE/EBITDA	VE/SALES
SMB CI	Côte d'Ivoire	2018	4,71x	2,5x	0,2x
11 PLC	Nigéria	2018	5,90x	3,7x	0,3x
FORTE OIL PLC	Nigéria	2018	8,28x	4,0x	0,6x
Moyenne			6,30x	3,4x	0,4x
Médiane			5,90x	3,7x	0,3x
Médiane ajustée (-5%)			5,61x	3,5x	0,3x

Méthode du PER

En utilisant la méthode du PER, la valeur théorique du titre SMB a été obtenue en multipliant la médiane ajustée (5,61x) du PER de sociétés comparables avec le nouveau BNPA estimé pour l'exercice 2018 (en tenant compte du fractionnement des titres de la SMB survenue en date du 22/02/2019).

Nouveau BNPA après fractionnement du capital	1 010
Médiane ajustée du PER de sociétés comparables	5,61x
Valeur théorique de l'action SMB CI	5 662 FCFA

Méthode du Multiple

La VE de SMB a été estimée en multipliant la médiane ajustée (3,5x) du multiple (VE/EBITDA) avec l'EBITDA 2018 de SMB. La VE dont on déduit la dette nette permet de connaître la valeur des capitaux propres de SMB. Enfin, la valeur du titre SMB est obtenu en divisant la valeur de ses capitaux propres par le nombre de titres en circulation.

Médiane ajustée VE/EBITDA de sociétés comparables	3,5x
VE SMB CI (Millions FCFA)	40 788
(-) Dette nette (Millions FCFA)	(12 358)
VCP SMB CI (Millions FCFA)	53 146
Valeur théorique de l'action SMB CI	6 818 FCFA

• *Annexe : Résumé des Etats financiers 2014/2018 et prévisionnels 2019-2023*

Indicateurs (en millions FCFA)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Compte de résultat										
Chiffre d'affaires	141 110	133 378	92 256	90 262	134 197	141 004	142 333	164 437	178 522	184 633
EBITDA	(3 649)	11 098	10 885	12 336	11 560	11 584	17 395	17 734	14 739	15 153
Résultat d'exploitation	(5 431)	8 962	9 180	11 235	11 373	10 940	16 980	17 204	14 266	14 652
Résultat net	(13 174)	5 533	6 859	7 506	7 874	6 725	11 634	11 612	9 504	9 745
Bénéfice par action	(6 760)	2 839	3 520	3 852	1 010	863	1 492	1 490	1 219	1 250
Dividende net par action	-	-	-	450	450	106	106	106	106	106
Croissance										
Chiffre d'affaires	31%	-5%	-31%	-2%	49%	5%	1%	16%	9%	3%
EBITDA	156%	-404%	-2%	13%	-6%	0%	50%	2%	-17%	3%
Résultat d'exploitation	93%	-265%	2%	22%	1%	-4%	55%	1%	-17%	3%
Résultat net	116%	-142%	24%	9%	5%	-15%	73%	0%	-18%	3%
Bilan										
Actif immobilisé	12 589	11 383	10 909	9 433	8 707	9 055	9 417	9 794	10 210	10 644
Actif circulant	151 366	48 507	68 419	65 104	43 770	90 289	89 590	104 677	115 016	118 953
Trésorerie Actif	18 847	16 206	3 813	14 425	47 225	24 557	24 464	28 276	30 931	32 007
Capitaux propres	(12 219)	(6 687)	174	7 681	14 580	9 942	20 271	18 041	13 834	15 257
Dettes LT	9 178	15 560	35 018	24 325	12 760	8 451	16 217	13 531	10 376	10 680
Passif circulant	120 184	37 178	38 379	48 489	49 646	63 331	58 244	69 582	78 036	80 010
Flux de trésorerie										
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	(8 090)	29 144	(10 242)	22 388	30 322	(27 095)	11 216	8 577	8 817	9 761
Flux nets de trésorerie lié aux opérations d'investissements	(781)	(670)	(1 184)	(863)	140	(1 184)	(1 195)	(1 381)	(1 499)	(1 550)
Flux nets de trésorerie lié aux opérations de financement	(6 302)	6 451	19 524	(10 624)	(12 505)	(5 475)	(8 143)	(7 599)	(6 048)	(6 211)
Variation de trésorerie	(15 173)	34 925	8 098	10 901	17 957	(33 561)	1 522	(728)	936	1 643
Trésorerie de clôture	(46 761)	(11 836)	(3 739)	7 163	25 118	(8 443)	(6 921)	(7 650)	(6 713)	(5 070)
Ratios										
Profitabilité										
Marge EBITDA	-	8%	12%	14%	9%	8%	12%	11%	8%	8%
Marge Exploitation	-	7%	10%	12%	8%	8%	12%	10%	8%	8%
Marge nette	-	4%	7%	8%	6%	5%	8%	7%	5%	5%
Rentabilité										
ROE	108%	-83%	3942%	98%	54%	68%	57%	64%	69%	64%
Rendement des actifs (ROA)	-7%	7%	8%	8%	8%	5%	9%	8%	6%	6%
Endettement										
Dettes LT / Capitaux propres	-75%	-233%	20125%	317%	88%	85%	80%	75%	75%	70%

Sources : Etats financiers SMB CI, Analyses CGF

« Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue, en aucune façon, une sollicitation en vue de l’achat ou de la vente d’instruments financiers à la BRVM. Les performances passées et données historiques ne constituent, en aucun cas, une garantie du futur. Les informations contenues dans ces publications, sont collectées à partir de données disponibles et accessibles au public, notamment de rapports annuels, de sites Internet, de communiqués de presse, etc.

Par conséquent, CGF Bourse, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs, ne reconnaît aucune responsabilité sur l’exhaustivité, et l’utilité de ces informations ainsi que de l’usage qui en est fait.

CGF Bourse est agréée en qualité de Société de Gestion et d'Intermédiation (SGI) par le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), l'autorité de régulation du Marché Financier de l'UMOA. »

Service Recherche et Analyse Financière

Djibril Chimère KA : Analyste financier

Email : dcka@cgfbourse.com

David Jean FAYE : Responsable Recherche et Analyse financière

Tel : (+221) 33 864 97 08

Email : djfaye@cgfbourse.com

CGF BOURSE