

# RESEARCH REPORT

STRATEGY

MARS  
2020

## PANIQUE À L'INTERNATIONAL..., UNE BAISSSE EXAGÉRÉE DES ACTIONS AU MAROC



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## EXECUTIVE SUMMARY

Au cours de ces dernières semaines, les marchés Actions à l'international ont subi des décadences inédites, rarement observées par le passé. Nous relevons des corrections agressives allant de -12% en Asie à plus de -21% en Europe. Certaines de ces évolutions pourraient être justifiées sur le plan économique. À titre d'exemple, la chute des cours du baril de plus de 45% en 2020 devrait avoir un impact direct sur les pays du Golfe, principaux exportateurs du pétrole. Aussi, les répercussions du coronavirus sur la Chine se traduisent aujourd'hui sur son indice *PMI manufacturier* qui ressort à son plus bas niveau, soit à 35,7 en février contre 50,1 en janvier 2020. Un impact considérable qui devrait peser sur les principaux partenaires commerciaux de l'Empire du Milieu. Par ailleurs, la 3<sup>ème</sup> économie de la zone euro à savoir l'Italie, est touchée à son tour par le coronavirus. Plus en détails, le ralentissement du secteur des services dans le Nord de l'Italie remet en question les prévisions de croissance initialement émises, soit de 0,9% en 2020.

Dans ce contexte mondial instable, il serait prétentieux d'avancer que le marché Actions marocain est totalement épargné. En effet, il existe plusieurs canaux de transmission de la dégradation des conditions économiques à l'international vers le Maroc. Les secteurs cotés les plus exposés seraient selon nous, le tourisme, l'activité portuaire, les mines et l'IT.

Toutefois, nous croyons que l'extrapolation des contre-performances des bourses à l'international sur le Maroc est un exercice peu judicieux. En effet, le marché marocain a ses propres spécificités en termes de physiologie, d'ouverture sur l'international et de rentabilité. Au final, nous croyons que la correction de -9,0% qu'a subie le MASI en l'espace de deux séances est à la fois exagérée et ponctuelle compte tenu des points suivants :

- (1) La décadence inédite des bourses à l'international a déclenché un mouvement agressif de prises de bénéfices au Maroc dans un contexte où les investisseurs locaux ont accumulé des performances considérables au cours des trois dernières années ;
- (2) La configuration atypique du marché marocain favorise de fortes volatilités sur des périodes assez courtes. En l'absence des investisseurs étrangers et des investisseurs individuels, notre marché vit au rythme des *souscriptions/rachats* des OPCVM. Rappelons que l'indice MASI a gagné en décembre 2016 plus de 22,0% en l'espace de 27 séances seulement. À l'origine de cette performance, une importante *souscription* auprès des gérants de fonds. À l'opposé, la récente correction du marché reflèterait un *rachat* significatif dans un contexte marqué par l'attentisme des acheteurs sur le marché ;
- (3) La soutenabilité d'un contexte de Taux bas au Maroc est une hypothèse forte de notre scénario de croissance des Actions. Ainsi, la capacité des sociétés cotées à préserver des rendements de dividende supérieurs à ceux du marché obligataire sur un horizon MT, favoriserait tôt ou tard le retour des flux de liquidité vers la Bourse. Selon nous, les fondamentaux des sociétés cotées dans leur ensemble ne sont pas remis en cause grâce notamment à une Demande domestique relativement résiliente et à la poursuite des efforts d'investissement.

### Taha JAIDI

Directeur Stratégie  
+212 529 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma

### Lamae OUDGHIRI

Senior Associate  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma

### Maria IRAQI

Senior Associate  
+212 529 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma

## UN EFFET DE CONTAGION RAPIDE INDUIT PAR LA DÉCADENCE DES MARCHÉS À L'INTERNATIONAL...

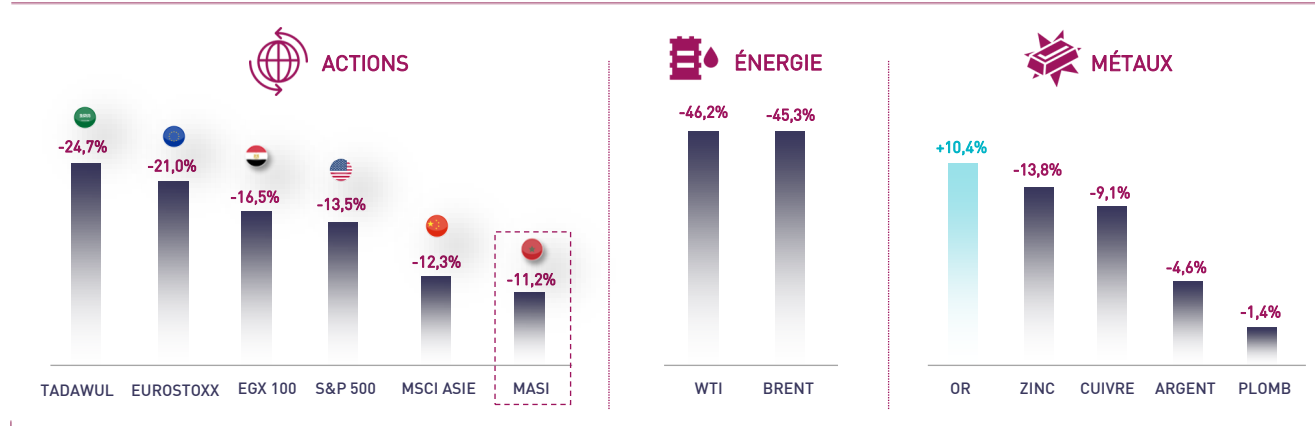
À la lecture des évolutions des principaux marchés à l'international au cours de ce 1<sup>er</sup> trimestre 2020, force est de constater des corrections significatives. À l'origine, le manque de visibilité quant à la maîtrise de la propagation du coronavirus ainsi qu'à ses répercussions sur les économies des pays touchés. Dans ce contexte, les marchés financiers ont cédé à une crise de panique générale.

**PÉTROLE** : Une correction de plus de -45% initiée par le repli de la Demande mondiale et accentuée récemment par la décision de l'Arabie Saoudite de baisser ses prix de vente vers toutes les destinations et ce, suite à son désaccord avec la Russie sur la rationalisation de la production ;

**ACTIONS** : Des baisses allant de -12% pour l'Asie à -25% pour l'Arabie Saoudite, alimentées par la publication de chiffres économiques moins favorables, la révision des croissances économiques des pays touchés par le coronavirus et la baisse des cours du pétrole ;

**MÉTAUX** : Des corrections sensibles des métaux de base reflétant la décélération de la croissance économique en Chine qui pèse près de 40% dans la Demande mondiale. À l'opposé, l'Or profite de la montée de l'aversion au risque au sein des marchés financiers et affiche une appréciation de +10% depuis le début de l'année 2020.

### ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX MARCHÉS À L'INTERNATIONAL EN 2020

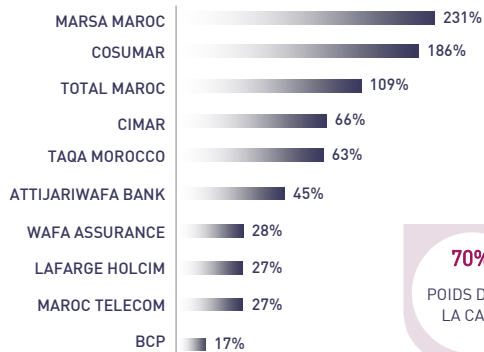


### ... DANS UN CONTEXTE LOCAL FAVORABLE AUX OPÉRATIONS DE PRISES DE BÉNÉFICES

À l'analyse du marché Actions marocain, nous relevons que celui-ci présentait un terrain propice aux opérations de prises de bénéfices. Pour rappel, les investisseurs au Maroc ont accumulé au cours des trois dernières années des rentabilités boursières importantes sur les grandes capitalisations de la cote, soit de +107% en moyenne.

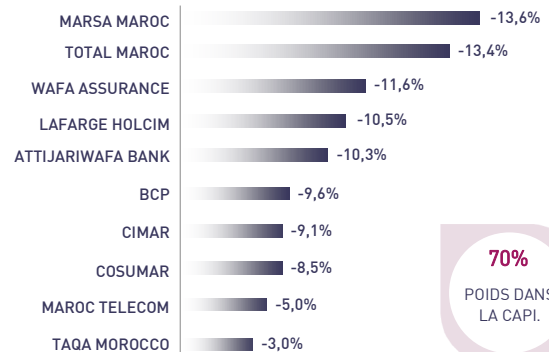
Dans un contexte mondial particulièrement instable, certains investisseurs fortement averses au risque étaient prédisposés à sortir complètement du marché Actions confortés par une marge de plus value assez confortable. Ainsi, au cours de deux séances seulement, les grandes capitalisations affichant des rentabilités cumulées élevées sont celles les plus touchées par les opérations de prises de bénéfices.

#### RENTABILITÉS CUMULÉES DES ACTIONS DEPUIS 2016



**70%**  
POIDS DANS  
LA CAPI.

#### CORRECTIONS DES ACTIONS SUR DEUX SÉANCES\*



**70%**  
POIDS DANS  
LA CAPI.

\*Séances du 05/03/2020 et du 09/03/2020

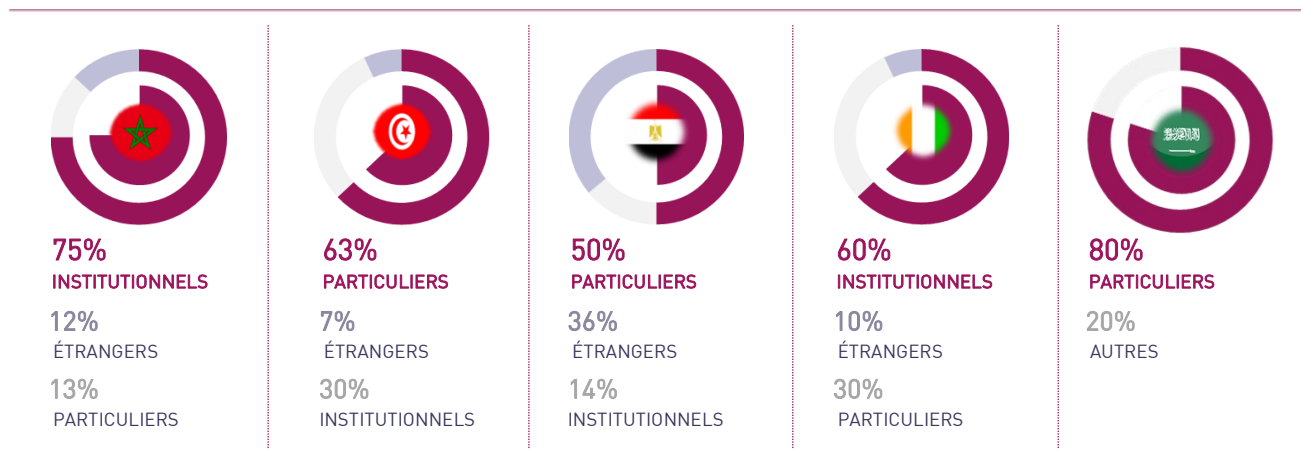
Sources : Bloomberg, BVC, Calculs AGR

## UNE STRUCTURE ATYPIQUE DU MARCHÉ ACTIONS MAROCAIN...

Le marché Actions marocain présente une structure atypique à travers un poids prépondérant des institutionnels locaux, soit environ 75,0%. Ces deniers sont considérés comme les seuls faiseurs du marché. Pour rappel, la contribution des institutionnels locaux aux volumes est passée de 51,0% en 2008 à 75,0% en 2020. À l'origine de cette montée en charge, le désengagement des particuliers et des étrangers de la Bourse de Casablanca.

D'une part, le dynamisme des investisseurs individuels a été impacté par le net repli des opérations d'introductions en Bourse (IPOs) observées durant la dernière décennie. D'une autre part, les investisseurs étrangers semblent accorder moins d'intérêt au marché marocain et ce, depuis son déclassement en 2013 de l'indice de référence MSCI Emerging Markets vers l'indice MSCI Frontier Markets.

### BENCHMARK DES MARCHÉS BOURSISERS RELATIVEMENT COMPARABLES AU MAROC



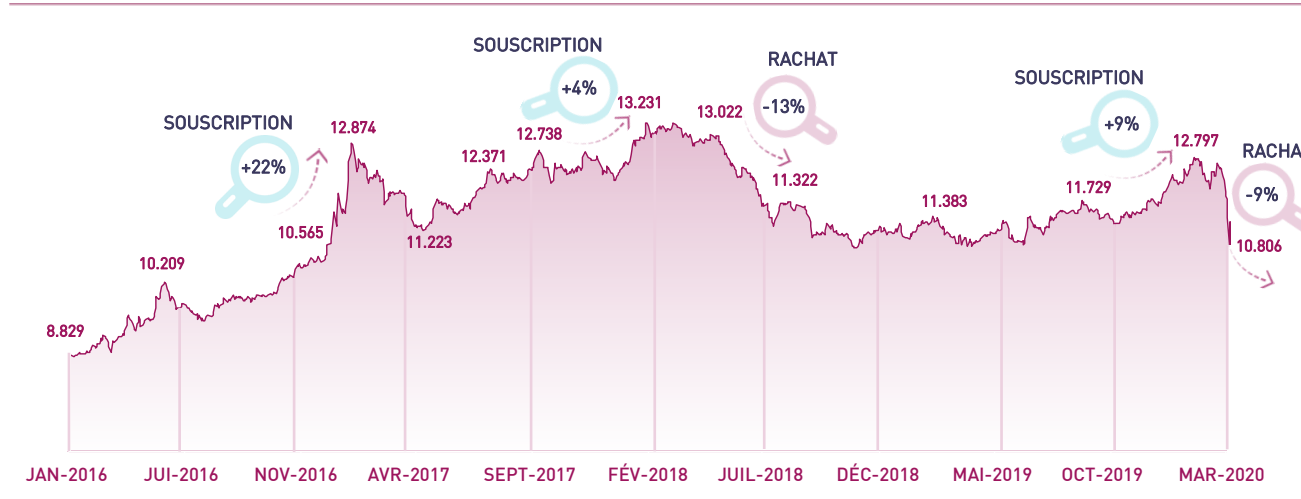
### ... QUI GÉNÈRE DES EXCÈS DE VOLATILITÉ PONCTUELS SUR DES PÉRIODES TRÈS COURTES

Au cours des trois dernières années, nous avons constaté que les institutionnels locaux privilégient davantage la gestion déléguée pour leurs placements en Bourse. Sur la base de nos échanges avec les brokers de la place, les interventions directes des institutionnels locaux ont nettement diminué et ce, au profit des placements via les sociétés de gestion.

Cette configuration rend notre marché fortement sensible aux opérations de *souscriptions/rachats* d'Actions opérées auprès des sociétés de gestion. Durant les phases de *collecte*, le marché peut afficher des hausses excessives comme celles observées en décembre 2016. À cette date, l'indice MASI a cru de +22% en l'espace de 27 séances seulement. À l'inverse, la récente correction du MASI de -9% en deux séances seulement est justifiée essentiellement par un *rachat* opéré dans un contexte boursier peu favorable.

L'excès de volatilité lié aux opérations de *souscriptions/rachats* devient ainsi une composante structurelle avec laquelle les investisseurs au Maroc devraient cohabiter. Par conséquent, l'allongement de l'horizon de placement en Bourse permet de neutraliser l'effet excessif de cette volatilité, comme illustré sur le graphique ci-dessous.

### IMPACTS DES « SOUSCRIPTIONS/RACHATS » VIA LES SOCIÉTÉS DE GESTION SUR L'INDICE MASI (PTS)



Sources : Bloomberg, Calculs AGR

## UNE CORRECTION BOURSIÈRE DISPROPORTIONNÉE PAR RAPPORT AUX FONDAMENTAUX DU MARCHÉ (1/2)

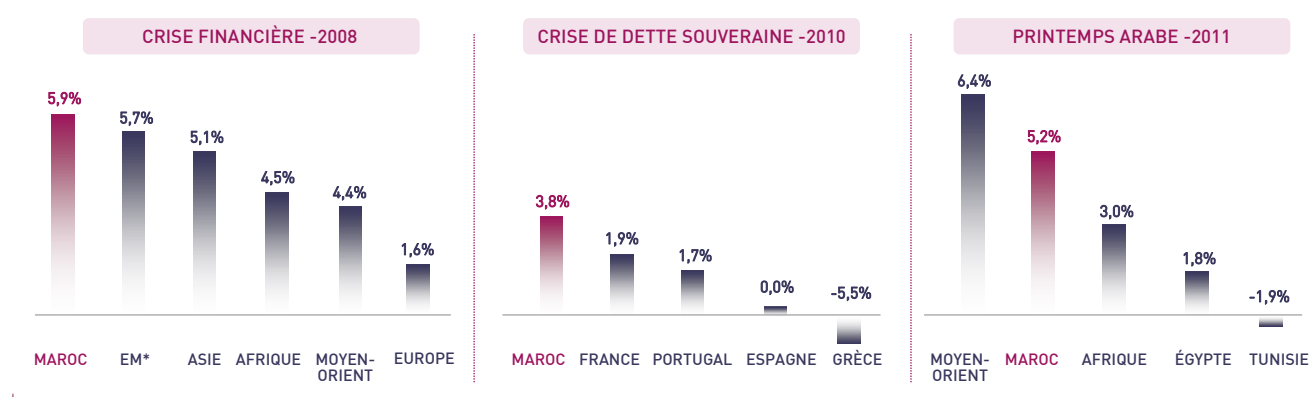
Il est naturel que l'indice MASI subisse des phases ponctuelles de correction sur certains secteurs cotés et ce, en raison de l'impact du contexte international. Toutefois, nous croyons que la récente chute du marché Actions est exagérée compte tenu de la qualité de ses fondamentaux :

### *Une économie marocaine défensive ayant déjà démontré sa résilience durant les périodes de crise*

Historiquement, l'économie marocaine a démontré une certaine résilience par rapport aux chocs exogènes. Ceci s'explique d'une part par un système bancaire solide bénéficiant d'une bonne maîtrise de son risque de crédit et d'autre part, par une Demande intérieure peu volatile qui constitue le pilier de la croissance économique. Ce constat est illustré à travers le graphique ci-dessous. Ce dernier retrace le positionnement de la croissance économique du Maroc par rapport à plusieurs crises internationales.

Toutefois, il est à noter que l'économie marocaine fait face à plusieurs facteurs de contagion qui peuvent ralentir son rythme de croissance durant certaines périodes. Il s'agit principalement : (1) de la Demande des partenaires européens envers le Maroc, (2) des transferts des marocains résidents à l'étranger, (3) des flux de capitaux étrangers et enfin, (4) des recettes touristiques.

### POSITIONNEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE DU MAROC PAR RAPPORT À TROIS PÉRIODES DE CRISE INTERNATIONALE

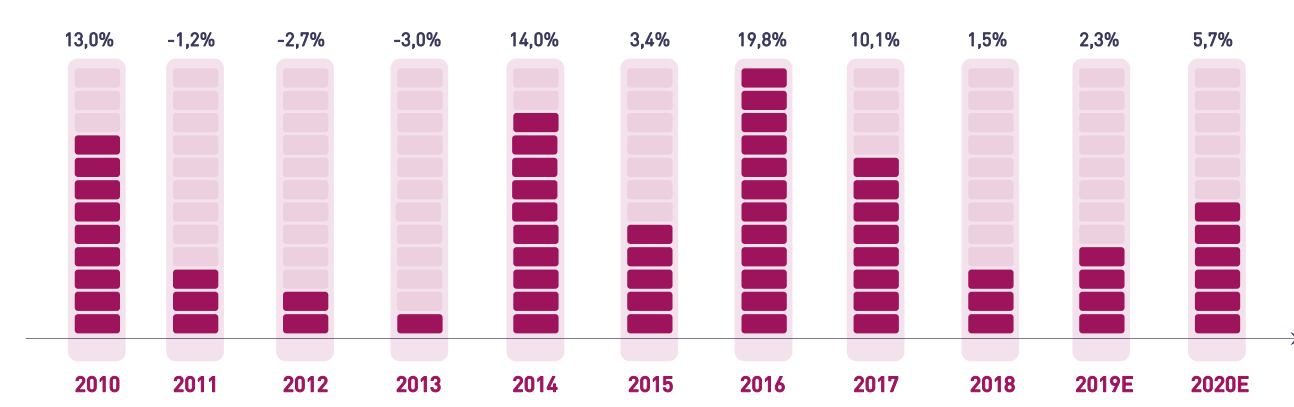


### *Une croissance bénéficiaire solide des grandes capitalisations, n'affichant pas de signes d'inquiétude en 2020*

Après une croissance bénéficiaire modeste de 1,5% en 2018, les grandes capitalisations du marché Actions devraient afficher une hausse plus soutenue de leurs profits récurrents. Plus en détails, nous anticipons une progression de 2,3% en 2019E et de 5,7% en 2020E. Ces niveaux de croissance nous rassurent quant à la capacité de ces sociétés cotées à préserver une tendance haussière de leur dividende sur le MT. Deux principaux arguments plaident en faveur de ce scénario. Il s'agit de la non récurrence du nombre élevé des contrôles fiscaux opérés en 2018 et de l'entrée en production de projets d'investissement concrets.

Notre benchmark est composé des grandes capitalisations qui opèrent au niveau des secteurs Banques, Assurances, Télécoms, Agroalimentaires et Distribution. Celles-ci représentent près de 76% de la masse bénéficiaire globale et 75% de la capitalisation totale du marché.

### ÉVOLUTION DE LA CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTÉ DES PRINCIPAUX SECTEURS DURANT LA PÉRIODE 2010-2020E



\*EM: Pays émergents

Sources : FMI, Calculs &amp; Estimations AGR

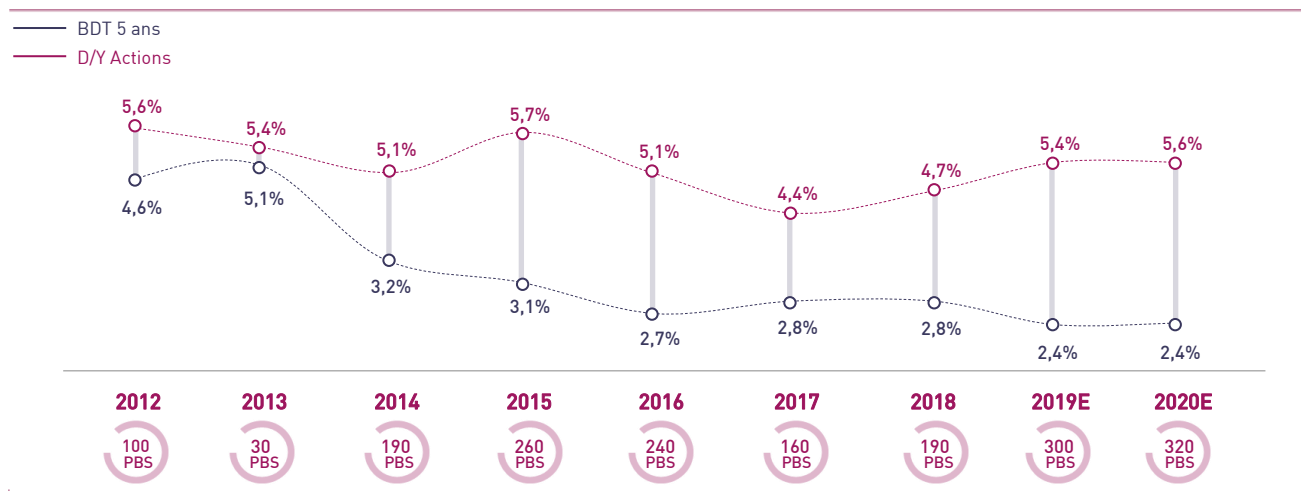
## UNE CORRECTION BOURSIÈRE DISPROPORTIONNÉE PAR RAPPORT AUX FONDAMENTAUX DU MARCHÉ (2/2)

### Une soutenabilité des Taux bas au Maroc ne remettant pas en cause l'arbitrage en faveur des Actions

L'année 2020 devrait être sans doute la cinquième année consécutive de Taux bas au Maroc. Une situation inédite que les investisseurs locaux expérimentent pour la première fois de leur histoire. Pour rappel, le BDT 5 ans qui constitue le taux benchmark des investisseurs au Maroc est passé en dessous des 2,8% en 2016 et se situe actuellement autour des 2,4%. Ce niveau est déconnecté par rapport aux rendements observés en Égypte (13,8%), en Côte-d'Ivoire (6,5%) ou encore en Tunisie (9,4%). La soutenabilité de cette situation a créé une vraie problématique de *rendement* chez les investisseurs au Maroc. Tenant compte du manque d'alternatives de placement sur le marché local, les Actions seraient toujours perçues comme étant l'unique alternative permettant le relèvement de la rentabilité des fonds. Suite à la récente correction du marché, le spread de rendement entre les Actions et le BDT 5 ans devient encore plus attractif en 2020 à 320 PBS.

La soutenabilité d'un environnement de Taux bas est une hypothèse centrale de notre scénario d'évolution du marché Actions marocain. Celle-ci repose sur deux principaux facteurs. D'une part, l'allègement des pressions budgétaires avec une situation assez confortable des finances publiques se traduisant par un déficit contenu à 3,5% en 2020. D'autre part, la consolidation des réserves de change au-dessus des 5 mois d'importations soutenue par un prix du baril relativement faible et par l'incidence expansive des éventuelles sorties du Trésor à l'international. Rappelons que le Maroc bénéficie actuellement de conditions de placement plus avantageuses à l'international, lui permettant de diversifier ses sources de financement et d'alléger les pressions sur les liquidités domestiques.

### SPREAD DE RENDEMENT : BDT 5 ANS VS. VALEURS DE RENDEMENT SUR LE MARCHÉ ACTIONS

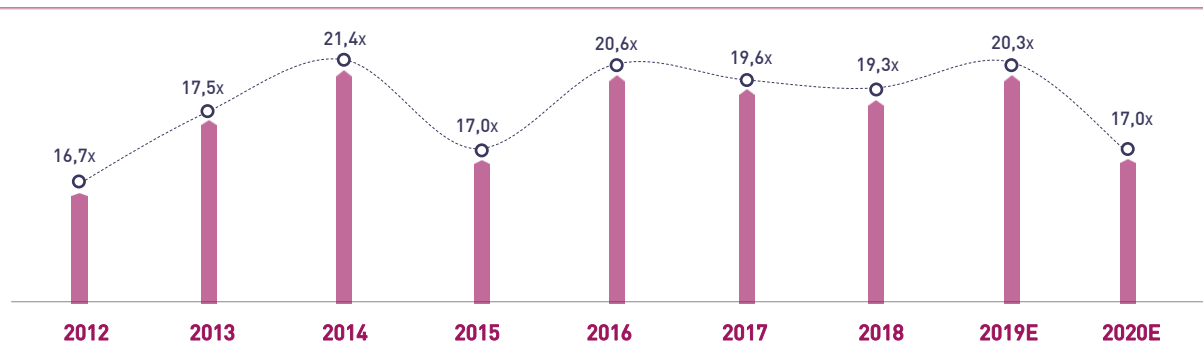


### Un marché Actions qui se traite désormais en dessous de son P/E normatif 10 ans

Tenant compte d'une croissance bénéficiaire agrégée de près de 6,0% en 2020E adossée à la récente correction des cours en Bourse, le P/E du marché s'établit actuellement à 17,0x. Pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 5 ans, ce multiple est inférieur à son niveau historique d'équilibre qui se situe entre 19,0 et 20,0x.

Selon nous, ce niveau de valorisation rend le marché Actions plus attractif pour les investisseurs à horizon de placement long terme, leur offrant ainsi des points d'entrée relativement intéressants.

### ÉVOLUTION DU MULTIPLE P/E DU MARCHÉ ACTIONS DURANT LA PÉRIODE 2012-2020E



Sources : SDM, Calculs &amp; Estimations AGR

## ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

### DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi  
+212 5 29 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ASSOCIATE

Lamyae Oudghiri  
+212 5 29 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Mahat Zerhouni  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhouni@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Omar Cherkaoui  
+212 5 22 49 14 82  
o.cherkaoui@attijari.ma  
Casablanca

### INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali  
+212 5 22 49 14 82  
n.jamali@attijari.ma  
Casablanca

### DIRECTEUR ECONOMIE

Abdelaziz Lahlou  
+212 5 29 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ASSOCIATE

Maria Iraqui  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Meryeme Hadi  
+212 5 22 49 14 82  
m.hadi@attijari.ma  
Casablanca

### FINANCIAL ANALYST

Asmae Lamich  
+212 5 29 03 68 19  
a.lamich@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ANALYST

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

### FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam  
+237 233 43 14 46  
j.ouakam@attijarisecurities.com  
Douala

### FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba  
+225 20 21 98 26  
jean-jacques.birba@sib.ci  
Abidjan

## Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

### BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui  
+212 5 29 03 68 27  
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria  
+212 5 29 03 68 48  
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares  
+212 5 29 03 68 34  
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa  
+212 5 29 03 68 21  
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya  
+212 5 29 03 68 15  
a.yahya@attijari.ma

### BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari  
+212 5 22 42 87 57  
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine  
+212 5 22 49 59 52  
s.mohcine@wafabourse.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi  
+212 07 80 68 68  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 10 89 00  
trad.@attijaribank.com.tn

### CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou  
+237 2 33 43 14 46  
n.ntchoumou@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

Mehdi Mabkhout  
+212 5 22 42 87 22  
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali  
+212 5 22 42 87 09  
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni  
+212 5 22 42 87 74  
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune  
+212 5 22 42 87 07  
d.tahoune@attijariwafa.com

### ÉGYPTE

Ahmed Darwish  
+202 27 97 04 80  
ahmed.darwish@barclays.com

### TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 80 29 22  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian  
+971 0 43 77 03 00  
sbahaderian@attijari-me.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim  
+225 20 20 01 55  
abid.halim@sib.ci

### CEMAC - GABON

Youssef Hansali  
+241 01 77 72 42  
youssef.hansali@ugb-banque.com

## AVERTISSEMENT

#### RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

#### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

#### SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

#### CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

#### INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

#### RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

#### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

#### PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

#### AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.



**Attijari**  
Global Research