

RESEARCH REPORT

EQUITY

OCTOBRE
2020

| MAROC | SEMESTRIEL 2020
Résultats des sociétés cotées

MANQUE DE VISIBILITÉ ET PERSPECTIVES MITIGÉES

- 03 | Réalisations financières au S1-20
- 07 | Focus sur le secteur bancaire coté
- 11 | Grandes tendances sectorielles
- 15 | Actualisation des prévisions 2020-2021



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

La forte dégradation de la capacité bénéficiaire des sociétés cotées au terme du premier semestre 2020 semble être largement anticipée par le marché. Pour preuve, le faible niveau de liquidité qui a marqué le mois de septembre 2020, période de publication des résultats semestriels. Il s'agit du mois de septembre le plus faible en activité sur les 7 dernières années avec un VMQ de 49 MDH.

Au-delà de la baisse historique des bénéfices de la cote, la publication des résultats semestriels est une réelle occasion nous permettant d'une part, d'évaluer l'impact de la crise sanitaire sur les principaux secteurs cotés et d'autre part, de réviser les prévisions de croissance de notre univers de valeurs durant la période 2020-2021.

Au terme de cet exercice, trois points clés sont à retenir :

- La croissance bénéficiaire affichée par les sociétés cotées au titre du premier semestre 2020 s'établit à -56%. Ajusté des dons dédiés au fonds Covid-19, la masse bénéficiaire récurrente ressortirait à 10.840 MDH en repli de -32%. À l'origine de cette dégradation, un effet *coût* plutôt qu'un effet *activité*. En effet, nous assistons à un effort de provisionnement important de la part des sociétés cotées sous l'effet des répercussions négatives de la crise sanitaire sur la qualité du *risque client* ;
- Le principal contributeur à la baisse des bénéfices du marché Actions est le secteur bancaire. Ce dernier enregistre une augmentation de son coût du risque de +5.141 MDH en un semestre, soit +141% par rapport au S1-19. L'effort de provisionnement historique observé sur le premier semestre 2020 est justifié en grande partie par le manque de visibilité quant à l'évolution de la situation sanitaire au Maroc. Ainsi, dans l'hypothèse d'un redressement du climat économique en 2021, le secteur bancaire disposerait d'un gisement de reprises important ;
- L'actualisation des prévisions de croissance de notre univers de valeurs qui représente 87% de la capitalisation boursière du marché, fait ressortir un repli des bénéfices récurrents de -15,8% en 2020 suivi d'une reprise de +11,3% en 2021. À cet effet, les secteurs qui se distinguent par leur résilience durant cette période sont les Télécoms, l'Agroalimentaire, la Distribution Alimentaire, les Mines et les NTI.

Maria IRAQI

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

Omar CHERKAOUI

Associate
+212 5 22 49 14 82
o.cherkaoui@attijari.ma



PARTIE 1

SOCIÉTÉS COTÉES : RÉALISATIONS AU S1-20



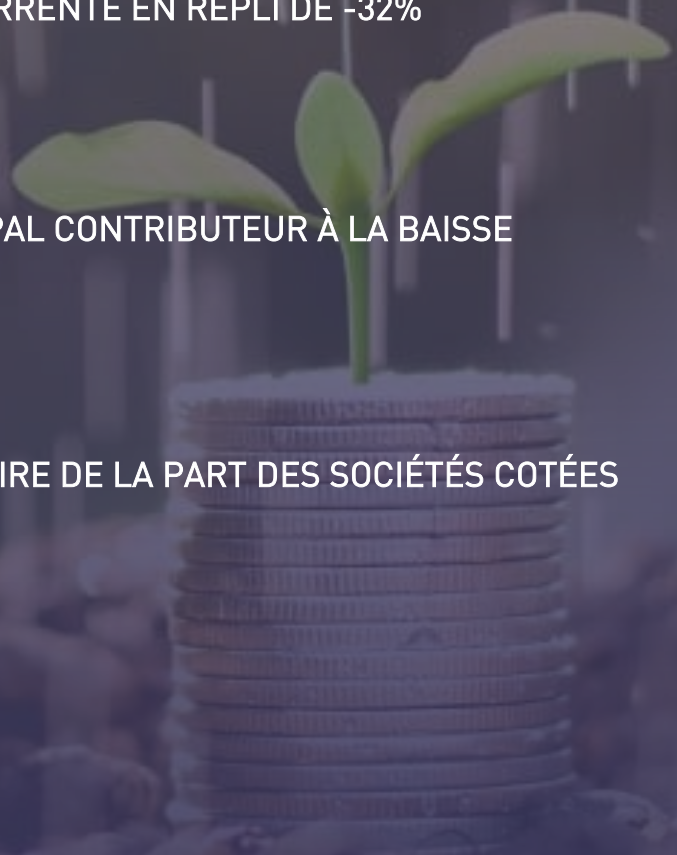
UNE MASSE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTTE EN REPLI DE -32%



LE SECTEUR FINANCIER, PRINCIPAL CONTRIBUTEUR À LA BAISSÉ
DES BÉNÉFICES



UN ÉLAN DE SOLIDARITÉ SALUTAIRE DE LA PART DES SOCIÉTÉS COTÉES



UNE MASSE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTE EN REPLI DE -32%

Au terme du S1-20, la masse bénéficiaire des sociétés cotées ayant publié leurs résultats (soit 99% de la capitalisation du marché) a été divisée de plus de moitié, passant de 15,9 MMDH à fin juin 2019 à 6,9 MMDH à fin juin 2020. Toutefois, cette variation est peu pertinente dans la mesure où celle-ci tient compte d'une contribution au fonds de solidarité Covid-19 de 6,6 MMDH dont plus de 90% comptabilisé au S1-20. Ajustée de cet effort de solidarité, la contre-performance de la masse bénéficiaire récurrente du marché ressortirait à -31,8%.

À l'origine de cette forte correction, un impact *coûts* plutôt qu'un effet *activité*. Alors que les revenus agrégés du marché reculent de -4,9%, le résultat opérationnel récurrent se dégrade de -26,7%. En effet, ce dernier a été impacté par les répercussions de la crise sanitaire sur la qualité des créances clients de plusieurs secteurs à l'image des banques, des BTP et des services. Ainsi, nous assistons à un effort de provisionnement important au terme de ce premier semestre.

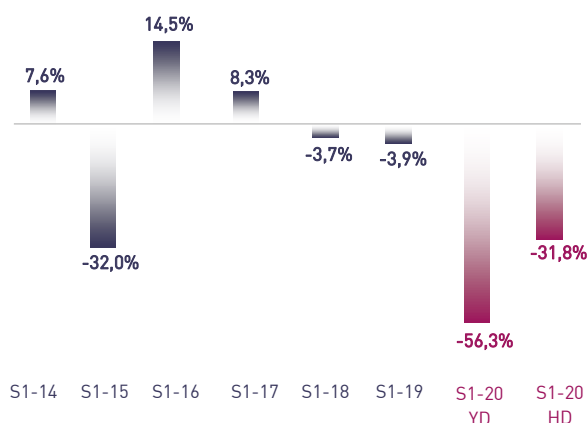
Concernant les dons Covid-19, ces derniers ont été comptabilisés soit au niveau des charges d'exploitation soit au niveau des charges non courantes. Les sociétés cotées qui adoptent les normes IFRS supporteraient l'intégralité du don sur l'exercice 2020, tandis que les émetteurs qui appliquent les normes locales ont la possibilité d'amortir cette charge sur une période de 5 ans. Pour ces deux cas de figure, l'ensemble des sociétés bénéficie de la déductibilité fiscale de ces dons.

MARCHÉ : PRINCIPAUX INDICATEURS CONSOLIDÉS (MDH)

En MDH	S1-19	S1-20	Var (%)
Revenus agrégés	121.158	115.270	-4,9%
REX récurrent	28.100	20.592	-26,7%
Marge opérationnelle	23,2%	17,9%	-5,3 pts
RNPG récurrent	15.903	10.840	-31,8%
RNPG affiché	15.903	6.946	-56,3%

Les indicateurs récurrents sont réajustés uniquement des dons Covid-19

MARCHÉ : CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE SEMESTRIELLE



YD: Y compris dons, HD: Hors dons

Au terme de ce premier semestre, 55 émetteurs ont annoncé une baisse de leur résultat récurrent sous l'effet de la crise sanitaire, soit 88% de la capitalisation du marché. Aussi, nous dénombrons 21 sociétés cotées dont les résultats semestriels se sont soldés par un déficit. Celles-ci pèsent près de 7% de la capitalisation de la cote. À l'opposé, 11% de la capitalisation boursière affichent des résultats en hausse, soit 14 sociétés parmi les 69 ayant publié leurs réalisations au S1-20.

À la lecture des différents communiqués de presse, 32 sociétés cotées ont annoncé leur contribution à l'élan de solidarité à travers des dons en numéraire et/ou en nature au fonds spécial Covid-19. Celles-ci pèsent 87% de la capitalisation du marché.

TABLEAU DE BORD DES RÉSULTATS DES SOCIÉTÉS COTÉES AU S1-20

INDICATEURS CLÉS	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	% DANS LA CAPITALISATION	
Contribution à la hausse des profits	14	11%	
Contribution à la baisse des profits	55	88%	
Déficitaires	21	7%	
Dons au fonds Covid-19	32	87%	

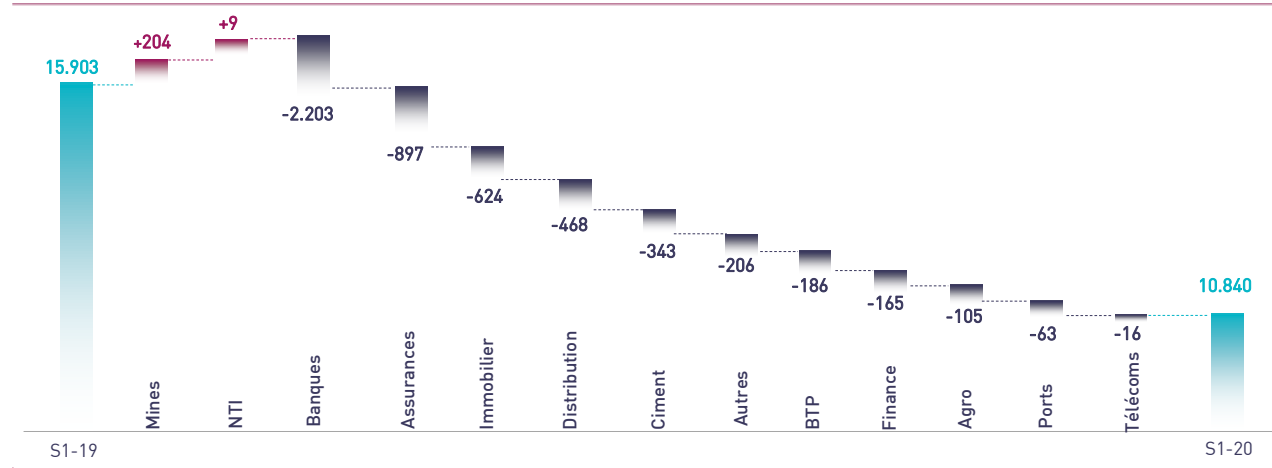
Sources : États financiers des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

LE SECTEUR FINANCIER, PRINCIPAL CONTRIBUTEUR À LA BAISSÉ DES BÉNÉFICES

À l'analyse de la contribution des secteurs cotés à l'évolution de la masse bénéficiaire récurrente du marché Actions au S1-20, nous relevons les constats suivants :

- Les secteurs Banques, Assurances, Immobilier, Distribution et Ciment accusent un repli cumulé de leurs bénéfices récurrents de -4.535 MDH, justifiant 90% de la variation globale du marché ;
- Dans une moindre mesure, les secteurs BTP, Financement, Agro-alimentaire, Ports et Télécoms enregistrent des bénéfices en repli de -535 MDH, justifiant moins de 11% de la variation globale du marché ;
- À l'opposé, les secteurs Mines et NTI ont contribué positivement à l'évolution de la masse bénéficiaire à travers une progression de leurs bénéfices cumulés de +213 MDH, soit un poids de 4% dans la variation globale du marché.

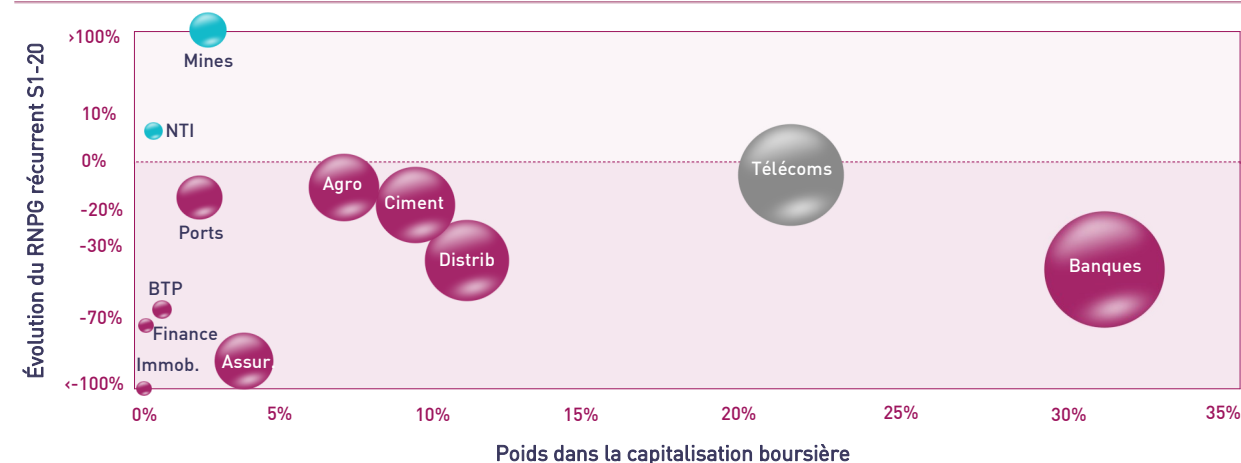
MARCHÉ : CONTRIBUTION EN MDH À LA MASSE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTÉ (HORS DONNS COVID-19)



Tenant compte du poids capitalistique des différents secteurs cotés, nous relevons les constats suivants :

- 8 secteurs cotés, soit 69% de la capitalisation, accusent des baisses plus ou moins importantes de leurs bénéfices récurrents au S1-20. Il s'agit des secteurs : Assurances (-92,9%), Sociétés de Financement (-71,8%), BTP (-68,0%), Banques (-33,6%), Distribution (-30,9%), Ciment (-23,4%), Ports (-18,4%) et Agro-alimentaire (-15,4%) ;
- Le secteur Immobilier, dont le poids dans la capitalisation s'établit désormais à moins de 1%, affiche un déficit de -107 MDH au S1-20 ;
- Maroc Télécom, qui pèse 23% dans la capitalisation globale, affiche un bénéfice récurrent quasi-stable (-0,5%) ;
- Les secteurs Mines et NTI, représentant 4% de la capitalisation boursière, enregistrent des résultats en hausse. Il s'agit d'un bénéfice total de 202 MDH pour les minières contre un déficit de -2 MDH au S1-19. Pour leur part, les sociétés NTI affichent une progression de +7,4% de leurs profits nets à 136 MDH sur la même période.

MARCHÉ : CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTÉ DES SECTEURS COTÉS Vs. POIDS DANS LA CAPITALISATION BOURSÈRE



Sources : États financiers des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

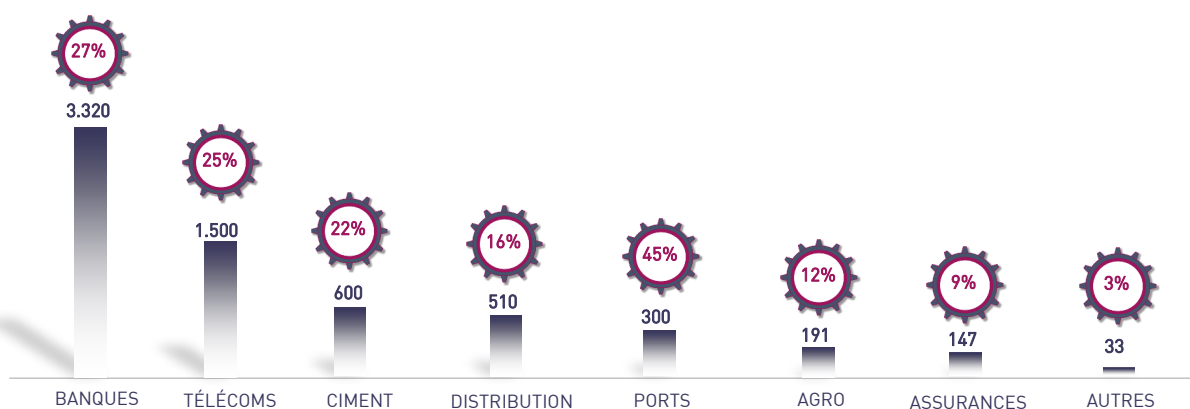
UN ÉLAN DE SOLIDARITÉ SALUTAIRE DE LA PART DES SOCIÉTÉS COTÉES

En date du 19 mars 2020, un fonds spécial pour la gestion de la pandémie du coronavirus a été créé et ce, afin de faire face à l'impact de cette crise inédite sur l'économie marocaine. Celui-ci a été ouvert à toute contribution aussi bien de personnes physiques que de personnes morales. Les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca ont participé activement à cet élan de solidarité tout en s'efforçant à assurer la continuité de leur activité.

À l'analyse de la contribution des secteurs cotés au fonds Covid-19, nous relevons les constats suivants :

- En absolu, le secteur bancaire est le plus grand contributeur de la cote à travers des dons cumulés de 3,3 MMDH, représentant 27% de ses bénéfices 2019. Celui-ci est suivi de Maroc Télécom avec une contribution de 1,5 MMDH, équivalente à 25% de ses bénéfices récurrents 2019. Aussi, le secteur ciment affiche une contribution de 600 MDH, soit 22% de ses bénéfices 2019 ;
- En relatif, l'effort le plus important a été consenti par le secteur portuaire à travers une contribution de 300 MDH, équivalente à 45% de sa capacité bénéficiaire 2019.

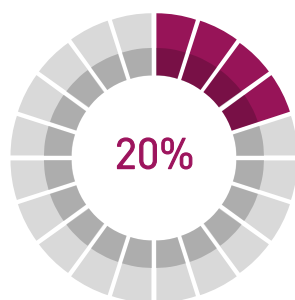
DONS COVID-19 PAR SECTEUR (MDH) Vs. POIDS DANS LES BÉNÉFICES RÉCURRENTS 2019



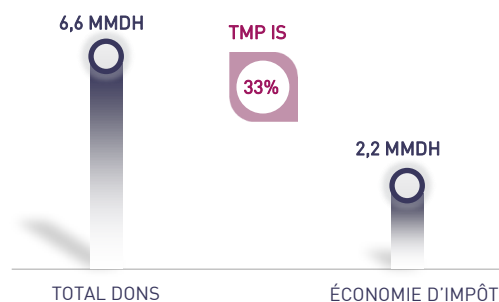
Afin d'évaluer le degré d'implication des sociétés cotées dans la gestion de la pandémie du Covid-19, nous avons rapporté le montant global de leur contribution en numéraire aux ressources totales du fonds susmentionné, soit 33 MMDH. Il en ressort un poids significatif de 20%, comme illustré à travers le graphique ci-dessous.

Par ailleurs, la Loi de Finances Rectificative 2020 considère ces dons comme des charges déductibles du résultat fiscal imposable. Selon nous, l'économie d'impôt réalisée par les sociétés cotées suite à la comptabilisation des dits dons s'élève à près de 2,2 MMDH, soit près de 20% de la capacité bénéficiaire récurrente au S1-20 du marché Actions. Ce résultat tient compte d'un taux d'imposition moyen pondéré estimé à près de 33,0%.

SOCIÉTÉS COTÉES : POIDS DES DONS DANS LE FONDS COVID-19



SOCIÉTÉS COTÉES : ÉCONOMIES D'IMPÔT SUR LES DONS



Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs & Estimations AGR



PARTIE 2

FOCUS SECTEUR BANCAIRE



UN EFFORT DE PROVISIONNEMENT INÉDIT EN ANTICIPATION DES EFFETS DE LA CRISE SANITAIRE



UNE MAÎTRISE APPRÉCIABLE DES CHARGES D'EXPLOITATION



UNE DYNAMIQUE DE L'ACTIVITÉ PORTÉE PAR LA FORTE HAUSSE DES CRÉDITS DE TRÉSORERIE

UN EFFORT DE PROVISIONNEMENT INÉDIT EN ANTICIPATION DES EFFETS DE LA CRISE SANITAIRE

À la lecture des résultats consolidés du secteur bancaire coté au titre du premier semestre 2020, nous ressortons avec les constats suivants :

- Une bonne dynamique du PNB du secteur qui croît de 6,7% passant de 31,5 MMDH à 33,6 MMDH. À l'origine de cette évolution, les Groupes BCP (+13,9% ; +1.217 MDH), Attijariwafa bank (+5,1% ; +606 MDH) et CIH (+17,4% ; +208 MDH) ;
- Une bonne maîtrise des frais de gestion récurrents qui progressent moins rapidement que l'activité à 4,2%. Dans ces conditions, le coefficient d'exploitation s'améliore de 1,2 points passant de 50,7% à 49,5% sur la période étudiée ;
- Un effort de provisionnement inédit face à la détérioration visible du risque crédit des entreprises dans un contexte de crise sanitaire. Le coût du risque du secteur coté passe ainsi de 3.653 MDH au S1-19 à 8.794 MDH au S1-20, en hausse de +141% ;
- Une dégradation des bénéfices récurrents de -33,6% passant de 6.550 MDH à 4.346 MDH. En intégrant la contribution au fonds de solidarité Covid-19, le RNPG agrégé ressort à 2.767 MDH en repli de -57,7%.

TABLEAU DE SYNTHÈSE : COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ DES BANQUES COTÉES (MDH)

	S1-18	S1-19	S1-20	VAR S1-19/20
Produit Net Bancaire	30 002	31 468	33 581	6,7%
Coefficient d'exploitation récurrent	51,3%	50,7%	49,5%	-1,2 pts
RBE Récurrent	14 604	15 502	16 950	9,3%
Marge RBE récurrente	48,7%	49,3%	50,5%	+1,2 pts
Coût du risque	3 396	3 653	8 794	140,7%
RNPG récurrent	6 375	6 550	4 346	-33,6%
RNPG affiché	6 375	6 550	2 767	-57,7%

Les indicateurs récurrents sont réajustés uniquement des dons Covid-19

- Dans un contexte de politique monétaire plus accommodante, nous relevons un engagement visible de la part des banques dans le financement de l'économie. Sur une base consolidée, les crédits clientèle enregistrent une hausse soutenue de 5,8% au terme de ce premier semestre ;
- Les dépôts clientèle progressent de 7,6% portés par un effet périmètre du Groupe BCP qui affiche une hausse de 14,6%. En réajustant cet effet, la croissance des dépôts clientèle s'inscrirait en dessous de celle des crédits à 4,4% ;
- Sous l'effet du coût de risque, le ROE et le ROA récurrents accusent des replis sensibles de -2,26 points à 3,34% et de -0,21 point à 0,34% respectivement.

TABLEAU DE SYNTHÈSE : BILAN CONSOLIDÉ DES BANQUES COTÉES (MMDH)

	S1-18	S1-19	S1-20	VAR S1-19/20
Crédits Clientèle	836	892	944	5,8%
Dépôts Clientèle	912	941	1 013	7,6%
Capitaux Propres-Part de Groupe	104	117	127	8,8%
Total Dons Covid-19	-	-	2,82	-
ROE récurrent	6,14%	5,60%	3,34%	-2,26 pts
Total Bilan	1 346	1 444	1 562	8,1%
ROA récurrent	0,59%	0,55%	0,34%	-0,21 pt

Les indicateurs récurrents sont réajustés uniquement des dons Covid-19

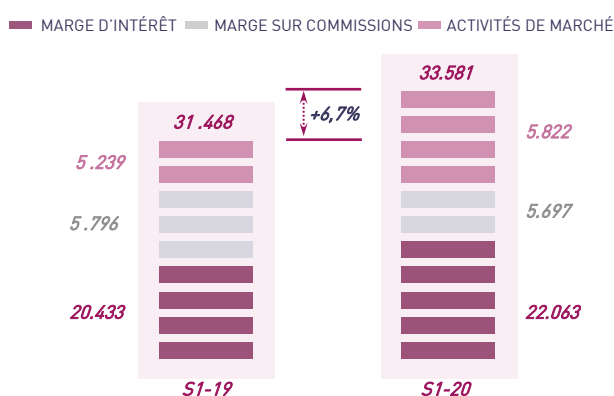
Sources : États financiers des banques cotées, Calculs AGR

UNE MAÎTRISE APPRÉCIABLE DES CHARGES D'EXPLOITATION

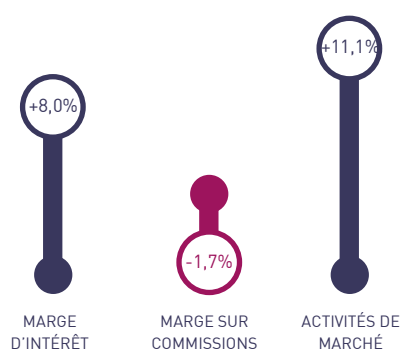
La croissance soutenue du PNB consolidé de 6,7% au terme de ce premier semestre 2020 tient compte des évolutions suivantes :

- La bonne tenue de la marge d'intérêt qui croît de 8,0%, passant de 20.433 MDH à 22.063 MDH. À cet effet, l'ensemble des banques cotées affiche une évolution positive de cet indicateur grâce essentiellement à un effet volume ;
- L'appréciation du résultat des activités de marché de 11,1% passant de 5.239 MDH à 5.822 MDH, soit une variation de +583 MDH. Pour rappel, ce résultat a bénéficié de l'appréciation technique du portefeuille obligataire des banques en raison de la baisse historique du taux directeur de la Banque Centrale du Maroc de -50 PBS à 1,5% en juin 2020 ;
- La baisse de la marge sur commission de -1,7% dans un contexte économique de plus en plus tendu. En réajustant l'effet périmètre du Groupe BCP, la marge sur commission accuse un repli plus prononcé à -4,3%.

BANQUES COTÉES : ÉVOLUTION DU PNB CONSOLIDÉ (MDH)



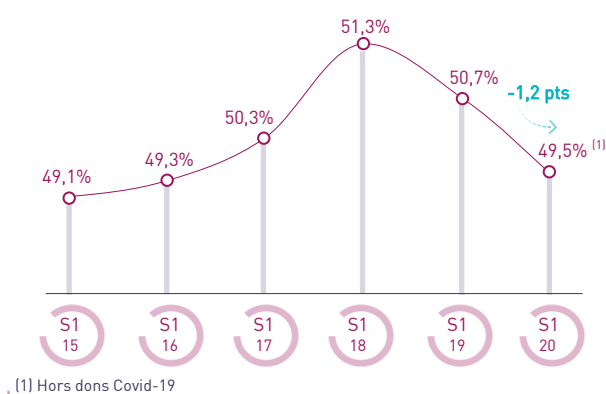
BANQUES COTÉES : CROISSANCE DES INDICATEURS DU PNB



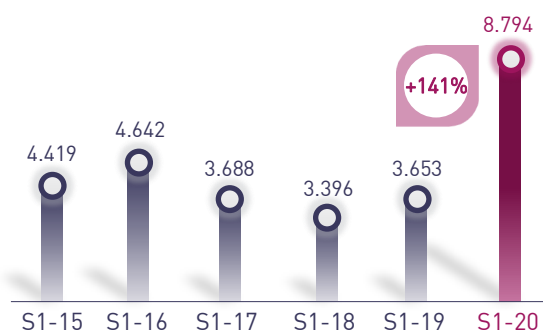
La bonne maîtrise des charges générales d'exploitation durant ce premier semestre 2020 a permis au secteur bancaire coté d'améliorer sensiblement son coefficient d'exploitation. Ce dernier se situe désormais à 49,5%, soit son plus bas niveau observé depuis 2016. Pour une meilleure lecture, le coefficient d'exploitation du secteur coté est retraité des dons Covid-19.

Le coût du risque enregistre une augmentation inédite de 141% en un semestre. Au-delà de la détérioration générale de la qualité de signature des clients, cette hausse du coût du risque est aussi justifiée par le manque de visibilité quant à l'évolution de la situation sanitaire au Maroc durant les prochains trimestres. À cet effet, le Management des banques adopterait une approche de provisionnement très conservatrice.

BANQUES COTÉES : COEF. D'EXPLOITATION CONSOLIDÉ ⁽¹⁾



BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE CONSOLIDÉ (MDH)



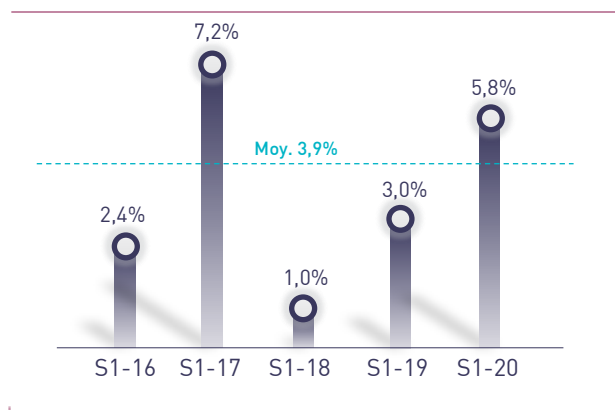
Sources : États financiers des banques cotées, Calculs AGR

UNE DYNAMIQUE DE L'ACTIVITÉ PORTÉE PAR LA FORTE HAUSSE DES CRÉDITS DE TRÉSORERIE

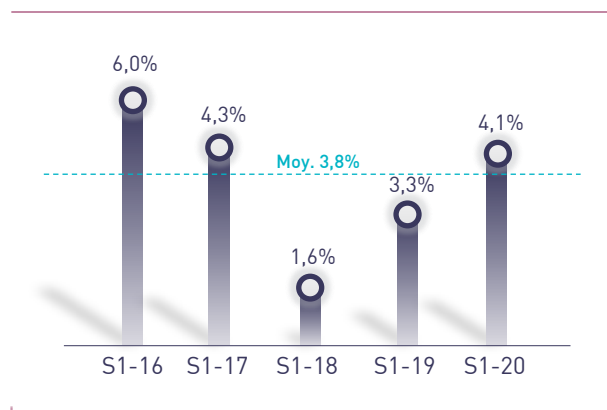
À l'analyse des comptes sociaux semestriels des banques cotées, nous relevons deux grandes tendances :

- La croissance des crédits clientèle s'est élevée à 5,8% au terme du S1-20 contre 3,0% au S1-19 et seulement 1,0% au S1-18. Il s'agit de la plus forte croissance de l'activité crédit au Maroc des banques cotées et ce, depuis le premier semestre 2017 ;
- Les dépôts clientèle poursuivent leur progression, passant de 1,6% au S1-18 à 3,3% au S1-19 puis à 4,1% au terme de ce premier semestre 2020. Toutefois, ces derniers affichent pour la 1^{ère} fois depuis 2017 une croissance inférieure à celle des crédits ;

BANQUES COTÉES : CRÉDITS CLIENTÈLE (BASE SOCIALE)



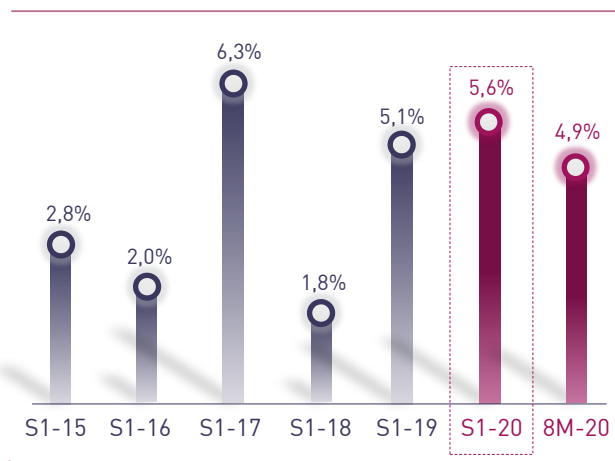
BANQUES COTÉES : DÉPÔTS CLIENTÈLE (BASE SOCIALE)



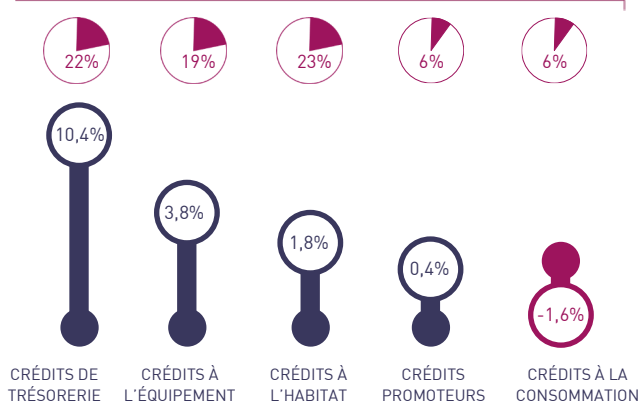
Au terme du premier semestre 2020, la croissance de l'activité crédit des banques cotées surperforme légèrement celle du secteur marocain, soit 5,8% contre 5,6% respectivement. Par ailleurs, il est important de souligner la forte hausse des crédits de trésorerie de 10,4% sur la même période. Cette évolution reflète le développement des produits spécifiques lancés par les Groupes bancaires pour soutenir les entreprises impactées par la crise sanitaire du Covid-19. Il s'agit des produits Damane Oxygène, Damane Relance et Relance TPE.

À l'opposé, la croissance des crédits à la consommation est la moins dynamique durant ce premier semestre à travers une baisse de -1,6%.

MAROC : CROISSANCE DES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE



MAROC : CROISSANCE DES CRÉDITS PAR OBJET AU S1-20



Sources : États financiers des banques cotées, Bank Al-Maghrib, Calculs AGR

PARTIE 3

TENDANCES SECTORIELLES

2020-2021



BANQUES



TÉLÉCOMS



CIMENT



AGROALIMENTAIRE



MINES



PORTUAIRE



DISTRIBUTION ALIMENTAIRE



DISTRIBUTION G&E



CRÉDIT À LA CONSOMMATION



BANQUES

6 BANQUES COTÉES

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **40,1%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **32,1%** |

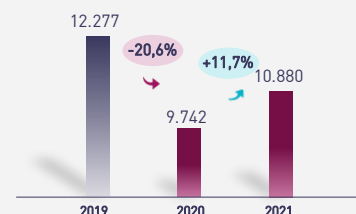
UN EFFORT DE PROVISIONNEMENT IMPORTANT, OFFRANT À TERME UN GISEMENT DE REPRISES

Les réalisations du secteur bancaire coté durant ce premier semestre ont été marquées par la forte hausse du coût du risque qui a plus que doublé. Cette évolution atteste de l'approche très conservatrice de la part des banques en termes de provisionnement dans un contexte sanitaire n'affichant toujours pas des signaux positifs.

Sous l'hypothèse d'une amélioration progressive du climat sanitaire et économique à compter de la fin d'année, les banques pourraient disposer en 2021 d'un gisement de reprises important leur permettant de redresser sensiblement leur capacité bénéficiaire.

Dans la mesure où l'essentiel de l'effort de provisionnement a été opéré au S1-20, nous nous attendons à un repli du RNPG récurrent du secteur de -20,6%. À partir de 2021, nous anticipons un redressement des profits de 11,7% sous l'effet d'un réajustement du coût du risque.

RNPG RÉCURRENT 2019-2021 (MDH)



TÉLÉCOMS

1 SOCIÉTÉ COTÉE

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **27,7%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **23,1%** |

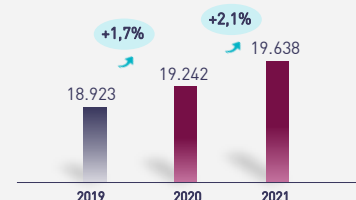
UNE DYNAMIQUE POSITIVE DE LA DATA, SOUTENANT LA RÉSILIENCE DES RÉSULTATS

Les réalisations semestrielles 2020 de Maroc Telecom attestent de la résilience de ses activités. L'accélération de la croissance du segment Data, la préservation des niveaux de profitabilité et l'intégration réussie de l'opérateur historique Tigo Tchad constituent des facteurs d'assurance.

La croissance soutenue du trafic Data de +53% au S1-20 conjuguée aux nouvelles pratiques de distanciation au sein de la Société confirmeraient l'accélération du processus de digitalisation de l'économie marocaine. Grâce à un effort d'investissement soutenu, l'opérateur est en mesure d'accompagner l'augmentation attendue du trafic Data au cours des années à venir.

En 2020, nous nous attendons à une hausse de l'EBE de l'opérateur de 1,7%. À compter de 2021, la croissance de l'EBE s'établirait à 2,1% portée par le segment Data Fixe et Mobile.

IAM : EBE 2019-2021 (MDH)



CIMENT

2 SOCIÉTÉS COTÉES

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **10,4%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **9,9%** |

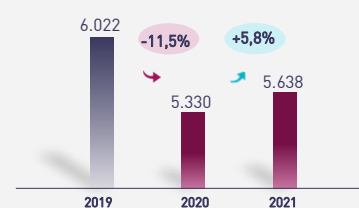
UNE REPRISE DES VENTES ATTENDUE POUR LE SECOND SEMESTRE 2020

Au S1-20, les deux cimentiers cotés ont été pénalisés par l'arrêt des chantiers immobiliers. Si LafargeHolcim Maroc a pu améliorer ses niveaux de marge opérationnelle en raison du repli des cours du Petcoke, CIMAR a vu ses marges baisser compte tenu d'un effet prix négatif.

La reprise des projets immobiliers et de BTP à partir du S2-20 se refléterait positivement sur la consommation nationale du ciment. Toutefois, l'entrée en production de nouvelles capacités à compter de 2021 devrait accentuer la surcapacité existante sur le marché.

En 2020, nous anticipons une baisse de l'EBE du secteur coté de -11,5%. En 2021, la croissance de l'EBE devrait ressortir à 5,8% suite à l'amélioration de l'activité conjuguée aux efforts d'optimisation des charges opérationnelles.

SECTEUR : EBE 2019-2021 (MDH)



Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs & Estimations AGR



AGROALIMENTAIRE

7 SOCIÉTÉS COTÉES

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **5,3%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **7,0%** |

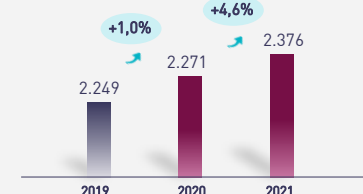
UNE ACTIVITÉ SOUTENUE PAR LA MONTÉE EN CHARGE DE L'EXPORT

Au sein du secteur agroalimentaire, nous nous intéressons à Cosumar et à Lesieur Cristal qui pèsent 75% de la capitalisation du secteur. Au S1-20, les réalisations opérationnelles attestent de la résilience de l'activité dans un contexte marqué à la fois par les répercussions du confinement de la population sur la consommation et les conditions climatiques défavorables.

Le maintien des composantes Offre/Demande en dépit de la crise sanitaire ainsi que la montée en charge de l'activité Export sont les principaux leviers qui renforcent la résilience du secteur. Par conséquent, la politique de dividende ne serait pas impactée durant la période 2020-2021.

Soutenu par les opportunités qui émergent à l'international sous l'effet de cette crise sanitaire, le secteur devrait gagner en importance stratégique. En adoptant une approche conservatrice, nous anticipons une légère appréciation de l'EBE de 1,0% en 2020 suivi d'une accélération de la croissance à 4,6% en 2021.

SECTEUR⁽¹⁾ : EBE 2019-2021 (MDH)



(1) Cosumar et Lesieur Cristal



MINES

3 SOCIÉTÉS COTÉES

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **1,9%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **2,9%** |

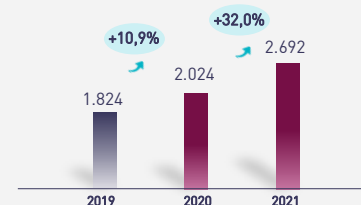
À CONTRE TENDANCE DU MARCHÉ..., LE SECTEUR MINIER PROFITE DES MÉTAUX PRÉCIEUX

Au S1-20, les réalisations de Managem et de SMI ont été soutenues par la tendance haussière des métaux précieux, tandis que la CMT a été pénalisée par le repli des métaux de base. En effet, le Plomb a pâti de l'affaiblissement de la Demande industrielle mondiale en raison de la crise sanitaire.

Le second semestre 2020 s'annonce meilleur pour les minières grâce à un effet prix du cours de l'Argent. Sur la base d'un cours moyen de 22 \$/Oz au S2-20, ce métal afficherait une hausse sensible de 30,2% par rapport au S2-19.

Le secteur devrait réaliser la meilleure performance de la cote en 2020 à travers un EBE agrégé de 2.024 MDH en hausse de 10,9%. En 2021, l'EBE devrait accélérer son rythme de croissance à 32,0% soutenu par un double effet *volume* et *prix* et ce, pour l'ensemble des minières cotées.

SECTEUR : EBE 2019-2021 (MDH)



PORTUAIRE

1 SOCIÉTÉ COTÉE

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **2,6%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **2,6%** |

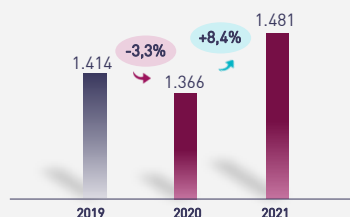
UN EFFET RECONSTITUTION DES STOCKS ATTENDU EN 2021

Au S1-20, la dynamique du secteur portuaire a été impactée négativement par les répercussions de la crise sanitaire sur la Demande mondiale, accusant ainsi une baisse de -2% par rapport au S1-19. A l'origine, la contreperformance du trafic conteneurs qui s'est replié de -7% au terme de la même période.

Le démarrage du terminal TC3 du port Tanger Med II au S2-20 conjugué au taux d'utilisation confortable du port de Casablanca permettraient à l'opérateur d'accompagner toute éventuelle reprise de l'activité économique en 2021.

Au final, nous nous attendons à un fléchissement de l'EBE de l'ordre de -3,3% en 2020 sous l'effet du repli de l'activité conteneurs. En 2021, nous anticipons une reprise de cet indicateur de 8,4% portée par la reconstitution de stocks de la part des opérateurs économiques.

MARSA MAROC : EBE 2019-2021 (MDH)



Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs & Estimations AGR



DISTRIBUTION ALIMENTAIRE

1 SOCIÉTÉ COTÉE

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **1,8%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **1,6%** |

POURSUITE DE LA DYNAMIQUE DE CROISSANCE SOUTENUE PAR DES DRIVERS SOLIDES

Le secteur de la distribution alimentaire, représenté par Label Vie, pèse désormais 1,6% de la capitalisation du marché. Au titre de ce premier semestre, l'opérateur affiche une croissance remarquable de son activité de 15% tirée par les principaux segments, à savoir: Supermarchés, Hyper cash et Hypermarchés.

La dynamique de croissance de l'opérateur devrait se poursuivre sur le MT portée par : (1) l'extension du réseau de distribution, (2) la hausse du taux de pénétration de la distribution moderne et (3) une pyramide des âges favorable, soit 26% de la population en dessous de 15 ans.

En 2020, l'EBE devrait croître de 6,6% à 842 MDH. À compter de 2021, le rythme de croissance de l'EBE passerait à 10,9% profitant d'un effet rattrapage en termes d'ouverture de magasins.

LABEL VIE : EBE 2019-2021 (MDH)



DISTRIBUTION G&E

1 SOCIÉTÉ COTÉE

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **1,0%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **1,5%** |

UN EFFET RATTRAPAGE DE LA CONSOMMATION ATTENDU EN 2021

Représenté par Total Maroc, le secteur de la distribution G&E pèse 1,5% dans la capitalisation du marché. Au terme du S1-20, l'opérateur a subi une baisse de ses volumes de vente de -13,3% en raison de la baisse du trafic durant la période de confinement.

À compter du T4-20, le secteur bénéficierait de la reprise des ventes G&E suite à l'allègement des restrictions relatives à la mobilité de la population. Parallèlement, le réseau de distribution de Total Maroc devrait renouer avec son rythme normatif, soit 12 nouvelles stations par an.

En 2020, l'EBE de l'opérateur accuserait une baisse de -30,8% suite à un double effet négatif *volume* et *variation de stock*. En 2021, cet indicateur rebondirait de 30,0% compte tenu de la reprise attendue de la consommation conjuguée à un effet stock moins pénalisant.

TOTAL MAROC : EBE 2019-2021 (MDH)



CRÉDIT À LA CONSOMMATION

4 SOCIÉTÉS COTÉES

POIDS DANS LES BÉNÉFICES | **0,6%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **1,1%** |

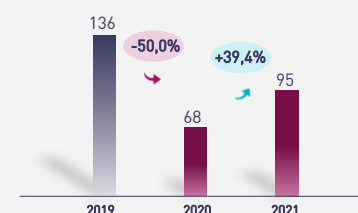
DANS L'ATTENTE DE LA REPRISE ÉCONOMIQUE..., UN SECTEUR SÉVÈREMENT TOUCHÉ

Le S1-20 s'est avéré particulièrement difficile pour le crédit à la consommation. Une activité qui présente un profil nettement plus risqué par rapport à l'activité bancaire classique. En effet, les répercussions économiques du confinement se sont traduites à la fois par une fragilisation de la Demande et une hausse du coût du risque du secteur.

Face aux contraintes liées au recouvrement et au manque de visibilité quant au redressement de la Demande, le coût du risque d'Eqdom augmente de 166% impliquant une forte dégradation des bénéfices récurrents de -66% à 24 MDH.

Nous anticipons un repli du RNPG récurrent de l'opérateur de -50% en 2020 suivi d'une reprise de 39% en 2021 grâce notamment à la qualité de son portefeuille client.

EQDOM : RNPG 2019-2021 (MDH)



Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs & Estimations AGR



PARTIE 4

ANNEXES



RÉSULTATS SEMESTRIELS RÉCURRENTS



UNIVERS VALEURS AGR : PRÉVISIONS 2019R-2021E



UNIVERS VALEURS AGR : MULTIPLES BOURSIERS 2019R-2021E


UNIVERS VALEURS AGR : PRÉVISIONS 2019R-2021E

En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB					Résultat d'Exploitation					RNP				
	2019	2020	2021	Var 19/20	Var 20/21	2019	2020	2021	Var 19/20	Var 20/21	2019	2020	2021	Var 19/20	Var 20/21
Maroc Telecom	36 517	37 066	38 127	1,5%	2,9%	11 540	11 602	11 896	0,5%	2,5%	6 029	6 008	6 208	-0,3%	3,3%
Cosumar	8 212	8 458	8 796	3,0%	4,0%	1 455	1 446	1 519	-0,6%	5,1%	924	877	927	-5,1%	5,7%
Lesieur Cristal	3 893	4 010	4 090	3,0%	2,0%	254	263	272	3,6%	3,6%	166	157	184	-5,1%	16,9%
SBM	2 669	2 536	2 612	-5,0%	3,0%	582	431	522	-26,0%	21,2%	374	273	332	-27,0%	21,8%
Mutandis	1 462	1 477	1 567	1,1%	6,0%	148	147	163	-0,6%	10,6%	82	76	88	-7,1%	15,2%
Attijariwafa bank	23 473	24 444	25 349	4,1%	3,7%	12 250	8 784	9 210	-28,3%	4,8%	5 816	4 796	5 030	-17,5%	4,9%
BOA	13 861	14 111	14 465	1,8%	2,5%	3 599	2 739	3 135	-23,9%	14,5%	1 922	1 469	1 677	-23,5%	14,2%
BCP	17 816	19 542	20 445	9,7%	4,6%	5 994	5 216	6 131	-13,0%	17,5%	2 999	2 569	3 023	-14,3%	17,6%
BMCI	3 059	3 086	3 123	0,9%	1,2%	973	590	751	-39,4%	27,4%	605	371	470	-38,7%	26,5%
CIH Bank	2 502	2 752	2 898	10,0%	5,3%	692	435	576	-37,1%	32,3%	426	278	359	-34,9%	29,4%
Crédit du Maroc	2 403	2 426	2 475	1,0%	2,0%	790	384	486	-51,4%	26,5%	509	258	321	-49,3%	24,4%
Sonasid	3 622	2 513	2 711	-30,6%	7,9%	22	-64	24	-87 MDH	+89 MDH	-41	-69	19	-28 MDH	+89 MDH
Delta Holding	2 953	2 544	2 712	-13,8%	6,6%	428	304	338	-28,8%	11,0%	220	170	197	-23,0%	16,3%
SNEP	944	864	926	-8,5%	7,1%	113	122	134	8,2%	9,2%	70	76	84	9,1%	10,0%
Jet Contractors	1 712	1 438	1 600	-16,0%	11,2%	245	145	175	-40,8%	20,2%	118	60	82	-48,7%	35,7%
Ciments du Maroc	3 998	3 517	3 721	-12,0%	5,8%	1 481	1 181	1 238	-20,3%	4,9%	1 065	770	869	-27,7%	12,8%
LafargeHolcim Maroc	7 855	6 713	7 364	-14,5%	9,7%	3 155	2 749	2 958	-12,8%	7,6%	1 701	1 421	1 564	-16,4%	10,0%
Addoha	3 480	1 582	1 503	-54,5%	-5,0%	611	-81	-49	-692 MDH	+32 MDH	336	-138	-88	-474 MDH	+50 MDH
RDS	1 381	1 132	1 019	-18,0%	-10,0%	309	-6	-3	-315 MDH	+2 MDH	304	-56	-26	-360 MDH	+30 MDH
Total Maroc	12 310	10 580	11 898	-14,1%	12,5%	847	457	672	-46,0%	47,1%	600	354	514	-41,1%	45,3%
Taqa Morocco	9 118	8 689	8 950	-4,7%	3,0%	2 550	2 375	2 514	-6,9%	5,9%	1 054	929	998	-11,8%	7,4%
Label Vie	10 396	11 370	12 302	9,4%	8,2%	466	513	553	10,1%	7,8%	312	359	392	15,0%	9,2%
Auto Hall	4 424	3 472	3 958	-21,5%	14,0%	325	108	266	-66,8%	146,2%	159	82	118	-48,4%	43,8%
Marsa Maroc	2 909	2 938	3 085	1,0%	5,0%	937	852	926	-9,1%	8,6%	672	582	626	-13,3%	7,5%
Managem	4 553	4 918	5 875	8,0%	19,5%	66	423	555	+357 MDH	31,3%	-427	157	226	+584 MDH	43,6%
CMT	511	493	540	-3,4%	9,4%	227	193	236	-15,1%	22,3%	184	150	200	-18,5%	33,3%
SMI	851	960	1 118	12,8%	16,5%	112	201	299	79,5%	48,8%	91	142	204	56,0%	43,8%
HPS	684	725	809	6,0%	11,6%	127	141	161	11,0%	14,2%	94	109	124	16,0%	13,8%
Disway	1 623	1 680	1 747	3,5%	4,0%	105	111	118	5,7%	6,3%	68	71	75	4,4%	5,6%
Eqdom	556	515	543	-7,3%	5,4%	233	111	155	-52,4%	39,4%	136	68	95	-50,0%	39,4%
AGR Univers Valeurs	189 746	186 552	196 326	-1,7%	5,2%	50 636	41 873	45 929	-17,3%	9,7%	26 566	22 370	24 890	-15,8%	11,3%

Sources : Calculs & Estimations AGR


UNIVERS VALEURS AGR : MULTIPLES BOURSIERS 2019-2021E

	P/E (x)			P/B (x)			D/Y		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Maroc Telecom	22,3	22,4	19,3	11,10	10,20	9,30	3,6%	4,1%	4,8%
Cosumar	22,4	20,8	19,7	4,06	3,44	3,28	3,2%	3,6%	4,7%
Lesieur Cristal	30,0	26,4	22,6	2,96	2,37	2,24	1,7%	2,0%	3,3%
SBM	21,6	22,4	18,4	5,02	4,09	3,93	4,8%	4,5%	5,4%
Mutandis	20,4	23,1	20,1	1,69	1,77	1,73	4,1%	3,9%	4,1%
Attijariwafa bank	18,0	15,6	14,9	2,20	1,43	1,30	0,0%	0,0%	3,1%
BOA	20,0	18,1	15,8	1,71	1,16	1,08	2,6%	0,0%	3,1%
BCP	18,7	18,3	15,5	1,47	1,20	1,12	2,9%	0,0%	3,4%
BMCI	15,7	19,1	15,1	1,27	0,91	0,86	0,0%	0,0%	5,6%
CIH Bank	19,9	25,4	19,6	1,66	1,41	1,32	4,7%	0,0%	4,8%
Crédit du Maroc	12,0	15,9	12,8	1,10	0,74	0,70	3,3%	0,0%	3,2%
Sonasid	NS	NS	39,1	0,53	0,42	0,42	0,0%	0,0%	0,0%
Delta Holding	13,6	15,9	13,7	1,56	1,29	1,18	0,0%	0,0%	3,9%
SNEP	16,3	12,9	11,7	1,72	1,33	1,19	0,0%	0,0%	1,7%
Jet Contractors	7,1	8,8	6,5	0,89	0,53	0,49	0,0%	0,0%	0,0%
Ciments du Maroc	22,5	26,4	23,4	5,03	4,98	5,45	6,0%	6,0%	6,0%
LafargeHolcim Maroc	25,5	21,9	19,9	4,39	2,95	2,74	1,7%	2,4%	5,0%
Addoha	10,9	NS	NS	0,39	0,23	0,23	0,0%	0,0%	0,0%
RDS	4,8	NS	NS	0,33	0,22	0,29	0,0%	0,0%	0,0%
Total Maroc	17,4	22,4	15,4	4,45	3,60	3,49	4,8%	5,6%	6,3%
Taqva Morocco	20,8	22,4	20,9	3,96	3,71	3,56	3,9%	3,6%	4,1%
Label Vie	24,4	23,3	21,4	3,81	3,81	3,45	2,1%	1,9%	1,9%
Auto Hall	25,4	41,0	28,5	2,34	2,06	2,10	4,4%	4,5%	5,2%
Marsa Maroc	22,6	22,9	21,3	6,60	6,16	5,88	4,7%	4,4%	4,7%
Managem	NS	59,4	41,4	1,90	2,09	2,12	0,0%	1,5%	2,1%
CMT	11,3	15,3	11,5	3,43	3,03	2,79	0,0%	5,8%	7,3%
SMI	28,3	25,6	17,8	2,17	2,74	2,54	0,0%	2,7%	4,5%
HPS	28,1	30,7	26,9	6,40	6,40	5,50	0,0%	1,1%	1,1%
Disway	9,2	10,5	10,0	0,96	1,11	1,05	8,4%	5,1%	6,3%
Eqdom	16,2	24,4	17,5	1,50	1,10	1,00	0,0%	0,0%	5,0%

Sources : Calculs & Estimations AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

MANAGER

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

SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhoui
+212 5 29 03 68 16
m.zerhoui@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

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

DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

MANAGER

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

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@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
+225 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 pourra 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.

