RESEARCH REPORT

STRATEGY

JANVIER
2021

ABORDEZ L'ANNÉE 2021 SOUS L'ANGLE DU *CASH-CONVERSION*

Attijari Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

Si nous devions résumer l'année 2020 en un seul mot, nous dirions sans hésitation « VOLATILITÉ ». En effet, face au choc Covid-19, l'indice MASI a subi la correction la plus rapide de son histoire en cédant plus de 28% de sa valorisation en l'espace de 18 séances de cotation seulement. Toutefois, cette volatilité inédite n'a pas été si pénalisante pour les investisseurs. Celle-ci a créé de belles opportunités de placement à travers un rattrapage de la performance du marché de plus de 25% depuis le deuxième trimestre 2020.

En ce début d'année, la question qui s'impose est la suivante : « *comment aborder l'année 2021 en Bourse, après que le marché Actions ait récupéré plus de 90% de sa correction induite par le choc Covid-19 ?* ».

Aujourd'hui, nous cohabitons avec trois réalités. La première concerne le manque de visibilité sur le profil de la relance économique post Covid-19. La deuxième est une raréfaction croissante des placements à rendement attractif. La troisième est liée à l'émergence du risque Dette au sein du segment Corporates.

Dans ce contexte, nous plaçons la génération du cash au cœur de notre stratégie de placement en 2021. Transformer son résultat en cash-flow, est pour nous la seule réalité permettant d'assurer à la fois, un retour soutenable à l'Actionnaire et un renforcement de la résilience. À cet effet, le ratio *cash-conversion* que nous avons retenu évalue la capacité d'une société à convertir son résultat économique en cash-flow opérationnel.

Concrètement, notre analyse du marché Actions durant la période 2015-2022 se déroule en deux phases :

(1) Dans un premier temps, nous identifions les sociétés ayant une capacité à défendre un niveau élevé de *cash-conversion* grâce notamment à la résilience de leur niveau de profitabilité et à la bonne maîtrise de leur cycle d'exploitation ;

(2) Dans un second temps, nous nous assurons que ce *cash-conversion* se traduit positivement sur la rémunération de l'Actionnaire et ce, à travers l'amélioration de la création de la valeur économique et du dividende. En effet, le marché demeure particulièrement efficient à l'égard de ces deux indicateurs.

Au terme de notre exercice, nous aboutissons à un portefeuille de conviction composé de 8 valeurs. Celles-ci répondraient au mieux à notre thématique d'investissement qui s'articule autour de la génération du cash. Sur la période 2020-2022, notre portefeuille affiche un *cash-conversion* moyen de 79%, une nette amélioration de la création de valeur et enfin, un effet de rattrapage important du dividende permettant d'aboutir à un D/Y de 5,6% au terme de cette période. Il s'agit d'un niveau de rendement 2,6x supérieur à celui du marché obligataire.

Selon notre propre compréhension des attentes du marché boursier marocain, ce dernier n'aurait aucun complexe à valoriser plus cher ce profil de valeurs. Cette conviction conforte le potentiel de rentabilité boursière[1] de notre portefeuille qui s'élèverait selon nos estimations à 26% durant la période 2021-2022.

Taha JAIDI
Directeur Stratégie

(1) Rentabilité brute cumulée intégrant les dividendes perçus et l'appréciation des cours durant la période 2021-2022

PARTIE 1

- LE CASH-CONVERSION, UN INDICATEUR CLÉ DE PERFORMANCE ...
- ... PROFITANT AUX SOCIÉTÉS QUI OPTIMISENT LA RÉMUNÉRATION DE L'ACTIONNAIRE ...
- ... ET QUI BÉNÉFICIENT D'UN COÛT DU CAPITAL RELATIVEMENT BAS EN BOURSE
- UNE THÉMATIQUE D'INVESTISSEMENT SOUS L'ANGLE DU *CASH-CONVERSION*

LE *CASH-CONVERSION*, UN INDICATEUR CLÉ DE PERFORMANCE …

Notre analyse des répercussions économiques de la crise sanitaire conforte notre conviction selon laquelle la génération du cash constituera un levier indispensable de la performance des sociétés cotées à l'avenir. À cet effet, nous mesurons la capacité d'une société à transformer son résultat économique en cash-flow à travers le ratio *cash-conversion*. Celui-ci est calculé à travers le rapport entre le cash-flow opérationnel[1] et l'EBE.

A. L'utilisation stratégique du cash-conversion

Les sociétés font face à des choix stratégiques de court et de long terme dans l'utilisation du *cash-conversion*. Ces choix dépendent de plusieurs facteurs dont les plus importants sont le cycle économique et la stratégie de développement propre à chaque entreprise. L'onde de choc de la pandémie de la Covid-19 devrait en toute logique faire évoluer les choix stratégiques des sociétés ayant une solide capacité à générer du cash. À titre d'exemple :

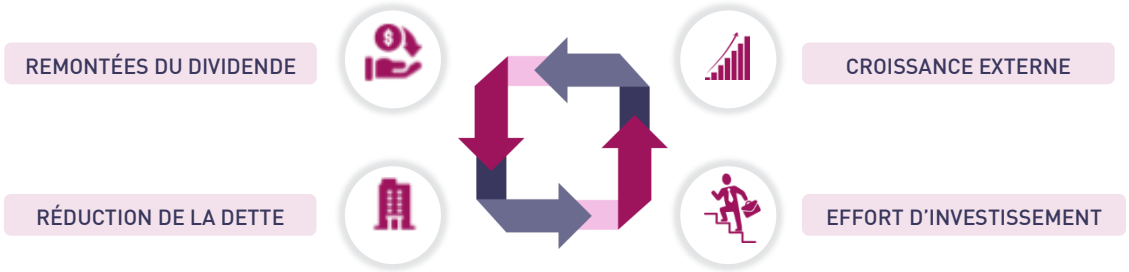
(1) Réaliser des opérations de croissance externe afin de saisir les éventuelles opportunités issues des mouvements de concentration sectorielle ;

(2) Défendre l'effort d'investissement nécessaire à la soutenabilité de la croissance organique et des PDM ;

(3) Réduire le niveau de la Dette dans un contexte marqué par une forte aversion envers le risque financier ;

(4) Favoriser la rémunération de l'Actionnaire via les remontées de dividende.

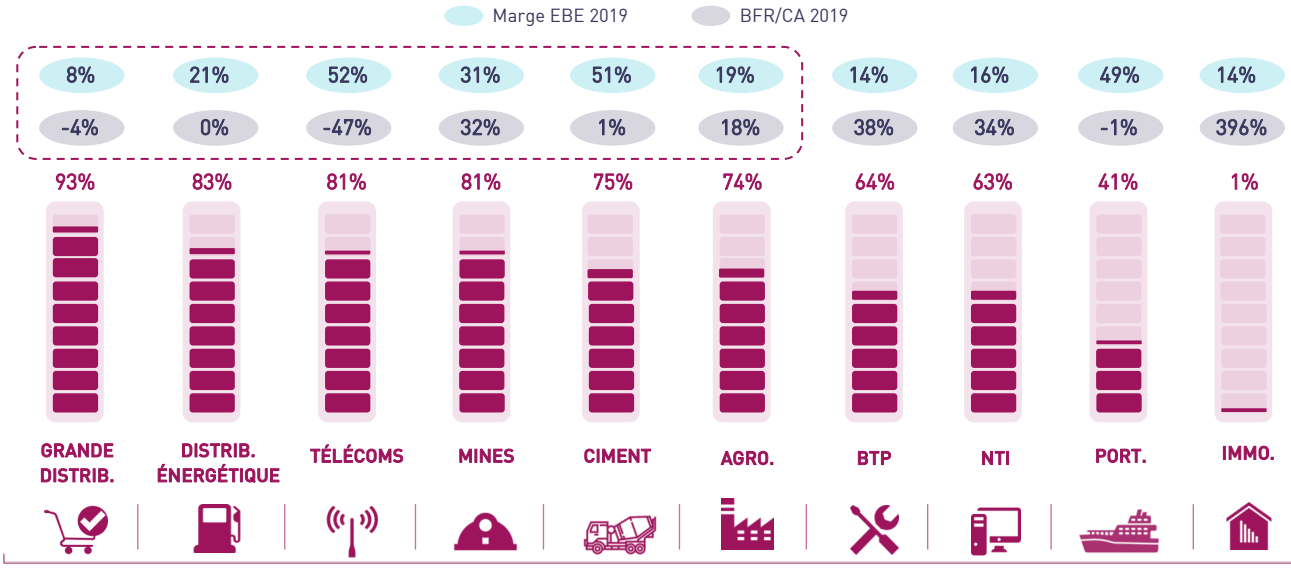
SCHÉMATISATION DE L'UTILISATION DU *CASH-CONVERSION* PAR LES ENTREPRISES



En se basant sur 2019 en tant qu'une année normative, six secteurs cotés se distinguent en termes de génération de cash, à savoir : la Grande Distribution, la Distribution Energétique, les Télécoms, les Mines, le Ciment et l'Agroalimentaire. Ces derniers affichent un ratio *cash-conversion* supérieur à 70%.

Selon notre analyse, les meilleurs secteurs de la cote en termes de *cash-conversion* bénéficient généralement d'un niveau de profitabilité solide ainsi que d'une bonne maîtrise de leur cycle d'exploitation. À l'exception du secteur minier dont les niveaux de profitabilité dépendent des cours des métaux à l'international, notre Top-6 des secteurs cotés affiche une marge d'EBE résiliente allant de 8% à 52% conjuguée à un niveau de BFR maîtrisable en dessous des 20% du CA.

POSITIONNEMENT DES SECTEURS EN TERMES DE CASH-CONVERSION EN 2019 HORS SECTEUR FINANCIER



(1) Le CFO quantifie la génération du cash par l'activité (y compris la variation du BFR)

Sources : États financiers des sociétés cotées, Calculs AGR

LE *CASH-CONVERSION*, UN INDICATEUR CLÉ DE PERFORMANCE …

B. L'axe privilégié des sociétés cotées demeure le retour à l'Actionnaire

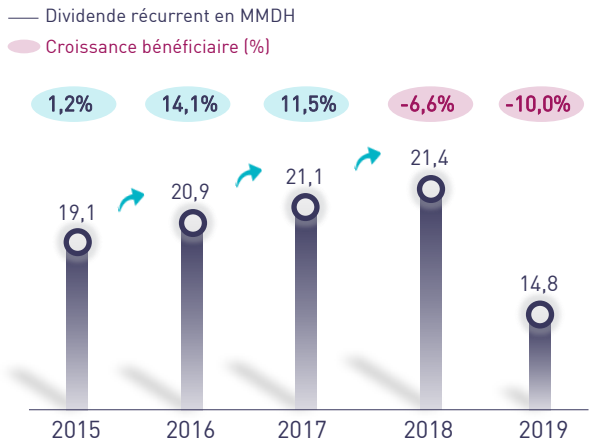
À l'analyse de l'évolution des indicateurs agrégés du marché durant la période 2015-2019, force est de constater que les sociétés cotées privilégient le retour à l'Actionnaire via les remontées de dividende. Sur la période 2015-2018, le marché a préservé une tendance haussière de son dividende récurrent d'environ 4,0% en moyenne annuelle et ce, en dépit de la volatilité de la croissance bénéficiaire. En termes de dividende, l'année 2019 ne constitue pas une référence compte tenu que le manque de visibilité généré par la crise sanitaire a poussé plusieurs sociétés à suspendre la distribution de leurs bénéfices relatifs à l'exercice 2019.

Cette tendance lourde du dividende traduit selon nous, la volonté des émetteurs y compris ceux en phase de croissance, de répondre aux attentes des investisseurs dominants en Bourse. Il s'agit des institutionnels dont l'objectif principal est l'amélioration des niveaux de rendement de leurs portefeuilles dans un contexte structurel de taux bas au Maroc.

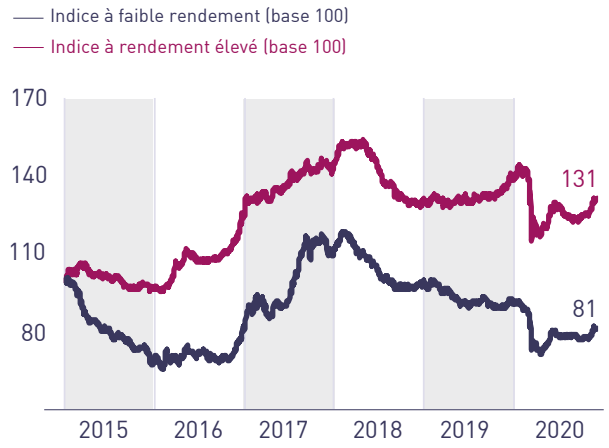
Dans ces conditions, force est de constater que les investisseurs valorisent mieux les titres à rendement de dividende relativement élevé. En atteste la surperformance de +40% de l'indice relatif aux valeurs de rendement (D/Y supérieur à 3%) par rapport à celui des titres à faible rendement (D/Y inférieur à 3%) durant la période 2015-2020.

Par ailleurs, le taux d'endettement et l'effort d'investissement du marché boursier se maintiennent à des niveaux plus ou moins stables durant la période 2015-2019, soit un Gearing de 54% et un ratio CAPEX/CA de 9,6%.

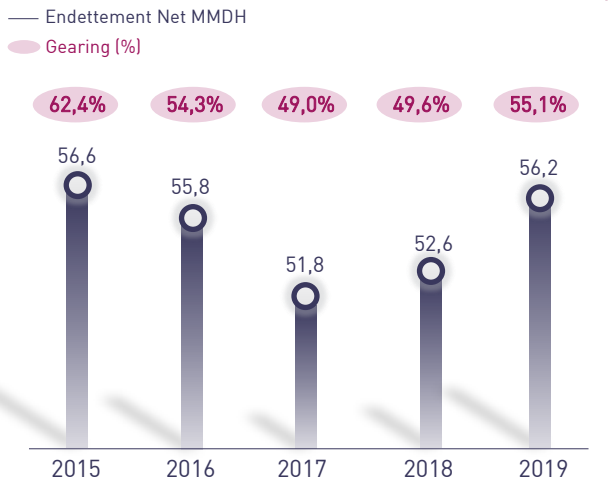
MARCHÉ ACTIONS : ÉVOLUTION DU DIVIDENDE RÉCURRENT



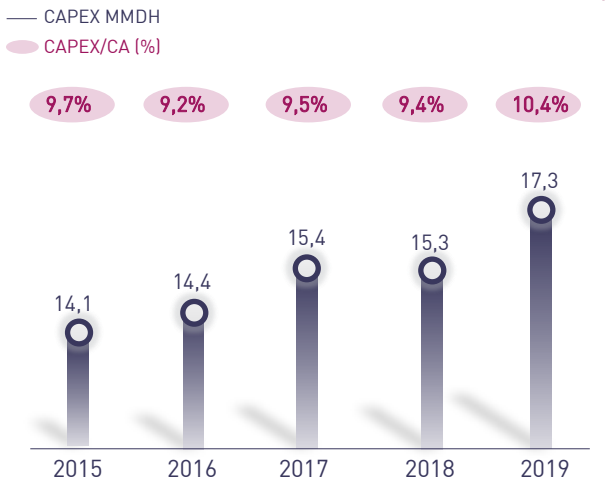
PERFORMANCE RELATIVE : TITRES À FORT Vs. À FAIBLE D/Y



MARCHÉ ACTIONS : ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT NET



MARCHÉ ACTIONS : ÉVOLUTION DES CAPEX AGRÉRÉS



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

... PROFITANT AUX SOCIÉTÉS QUI OPTIMISENT LA RÉMUNÉRATION DE L'ACTIONNAIRE ...

Afin de soutenir la performance boursière des titres, la génération du cash devrait se traduire concrètement par une meilleure rémunération de l'Actionnaire à travers la création de valeur économique et la remontée durable du dividende.

A. Création de valeur Vs. Rendement de dividende

D'un point de vue économique, la **création de valeur** consiste à accroître la productivité d'une entreprise afin de mieux rémunérer l'Actionnaire. Au-delà du niveau de croissance affiché, la capacité à créer de la valeur est atteinte lorsque les investissements engagés dégagent une rentabilité supérieure au coût moyen du capital. À cet effet, nous comparons la rentabilité économique des capitaux engagés (ROCE) au coût moyen du capital (WACC).

→ Au final, si la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût moyen du capital, il y a création de valeur.

D'un point de vue financier, la génération du cash devrait se traduire par une **remontée de dividende** vers l'Actionnaire. Encore faut-il que cette distribution ne se réalise pas au détriment de la solidité du Bilan. Dans un contexte durable de taux bas au Maroc, la soutenabilité d'un rendement de dividende attractif devient un atout majeur des titres en Bourse.

→ Au final, si le rendement moyen du dividende sur le MT est supérieur au taux souverain 5 ans (considéré comme étant le rendement benchmark des investisseurs en Bourse), le titre gagnerait en attractivité.

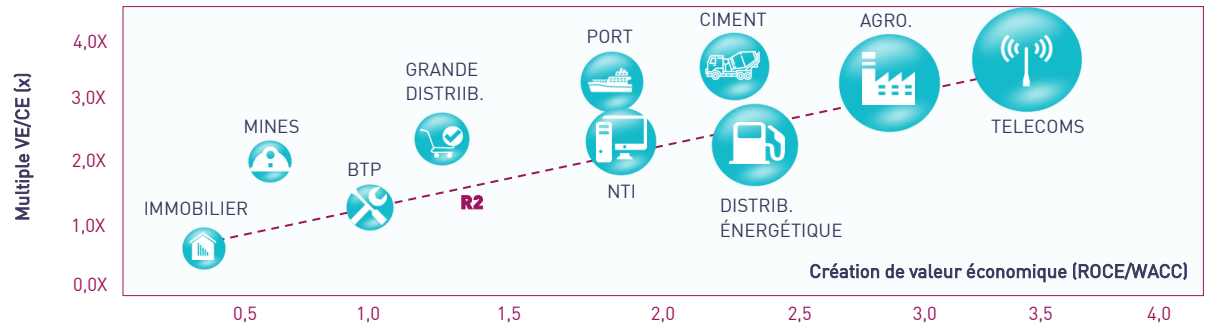
B. Un marché efficient par rapport au couple « création de valeur / rendement de dividende »

Pour une meilleure cohérence, nous comparons la création de valeur au multiple de valorisation des capitaux engagés. Parallèlement, le rendement de dividende est mis en exergue par rapport au multiple des bénéfices.

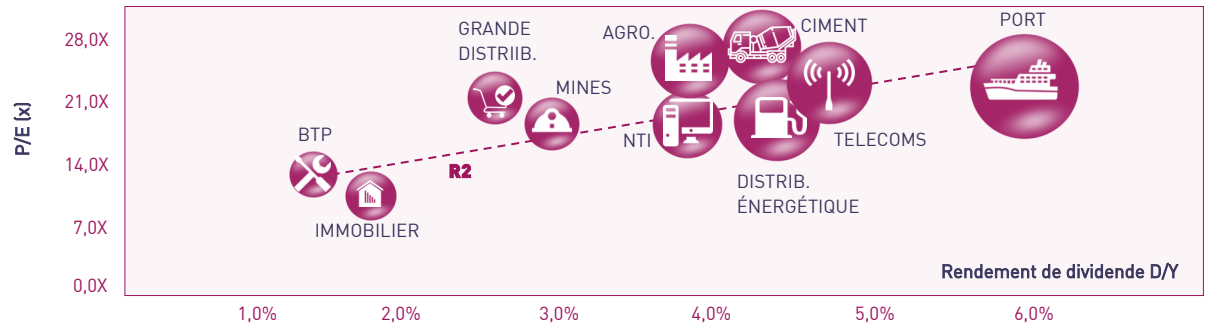
À l'analyse des résultats obtenus sur la période 2017-2019, force est de constater que le marché n'a aucun complexe à payer plus cher les sociétés qui optimisent la création de valeur économique et/ou le rendement de dividende. Ce constat est clairement illustré à travers le niveau de corrélation R2, comme illustré sur les graphiques ci-dessous :

- Les meilleurs secteurs en termes de création de valeur économique, à savoir les Télécoms (3,4), l'Agroalimentaire (2,8), la Distribution Energétique (2,2) et le Ciment (2,2), se traitent aux multiples de valorisation (VE/CE) les plus élevés de la cote soit 4,2x, 3,9x, 2,4x et 3,7x respectivement ;
- Les secteurs offrant un D/Y stable au-dessus des 4,0% se traitent à des multiples de bénéfices élevés à l'image du Ciment (24,5x), de l'Agroalimentaire (21,9x), des Télécoms (21,2x) et de la Distribution Energétique (17,6x).

UNIVERS VALEURS AGR : CRÉATION DE VALEUR ÉCONOMIQUE Vs. MULTIPLE DE VALORISATION VE/CE (2017-2019)



UNIVERS VALEURS AGR : RENDEMENT MOYEN DE DIVIDENDE (%) Vs. MULTIPLE DES BÉNÉFICES (2017-2019)



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

... ET QUI BÉNÉFICIENT D'UN COÛT DU CAPITAL RELATIVEMENT BAS EN BOURSE

La baisse tendancielle du coût du capital en Bourse, sous l'effet du glissement structurel de la courbe des taux au Maroc, profiterait particulièrement aux sociétés résilientes ayant une forte capacité à défendre la génération du cash. En effet, ce profil de sociétés bénéficierait d'un double effet positif. D'une part, une amélioration de la création de valeur induite par la baisse technique du coût des capitaux engagés. D'autre part, un creusement du spread de rendement de dividende par rapport au marché obligataire.

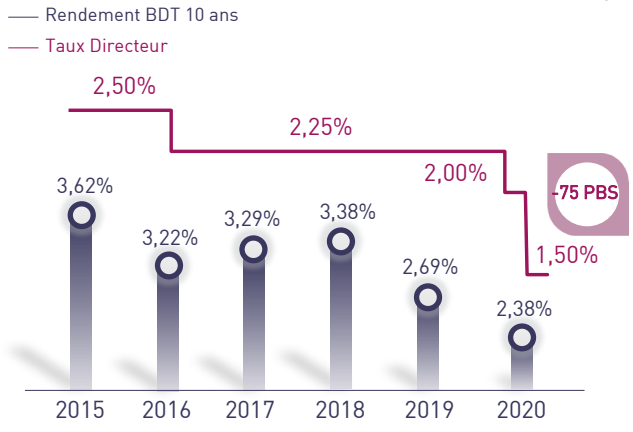
Selon nos calculs, le coût moyen pondéré du capital (WACC) du marché boursier marocain a connu une baisse sensible de -3,1 pts à 6,3% au terme de la période 2015-2020. Trois principaux facteurs seraient à l'origine de cette évolution :

(1) La nouvelle politique accommodante de la Banque Centrale qui s'est traduite par le glissement de la courbe des taux obligataires en 2020. À cet effet, le rendement du BDT 10 ans (utilisé dans la valorisation des Actions) baisse de -124 PBS passant de 3,62% à 2,38% sur la période étudiée ;

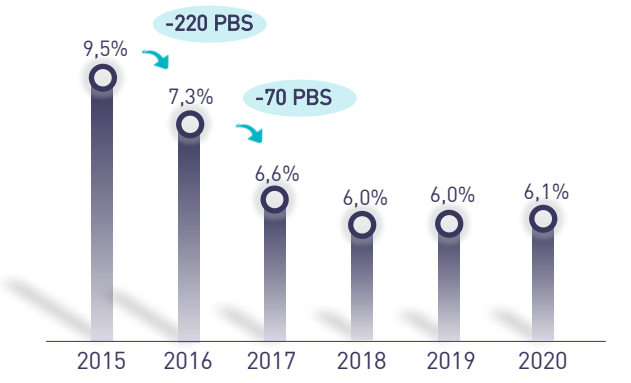
(2) En dépit de la crise sanitaire et de son impact sur l'aversion au risque, l'exigence de rentabilité des investisseurs envers la Bourse n'a pas connu une forte augmentation. La stabilité relative de la Prime de Risque Actions à 6,1% se justifierait à la fois par le manque d'alternatives de placement au Maroc et par la projection des investisseurs au-delà de la crise sanitaire ;

(3) L'allègement relatif du coût de la dette des sociétés sous l'effet des baisses successives du taux directeur de la Banque Centrale en 2020. Dans ces conditions, plusieurs sociétés ont renégocié leur taux d'intérêt. Selon nos propres calculs, le coût moyen de la dette du marché serait passé de 5,6% à 4,5% sur la période étudiée.

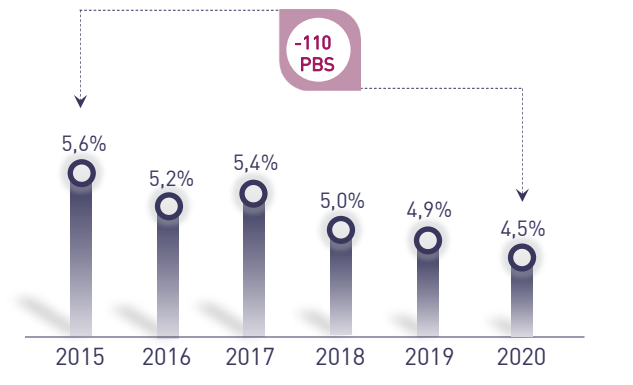
MAROC : RENDEMENT DES BDT 10 ANS



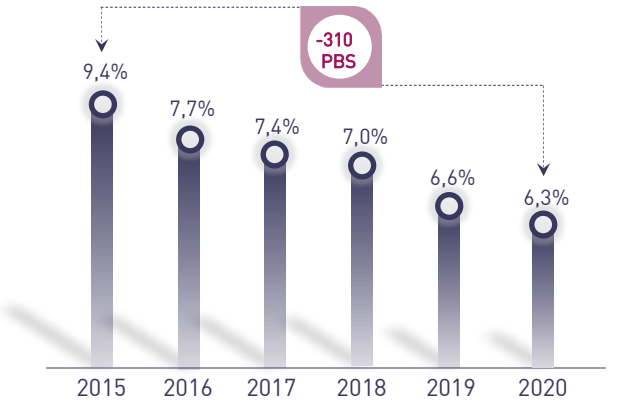
MAROC : PRIME DE RISQUE ACTIONS PAR SONDAGE



MAROC : COÛT MOYEN DE LA DETTE DU MARCHÉ ACTIONS



MAROC : COÛT DU CAPITAL DU MARCHÉ ACTIONS[1]



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

UNE THÉMATIQUE D'INVESTISSEMENT SOUS L'ANGLE DU *CASH-CONVERSION*

Au terme de notre analyse, nous ressortons avec une sélection de 8 sociétés cotées. Celles-ci répondraient au mieux à notre thématique d'investissement qui s'articule autour du *cash-conversion*.

Durant la période 2020-2022, les valeurs sélectionnées seraient en mesure de mieux défendre leur génération de cash à travers un ratio *cash-conversion* moyen élevé, supérieur à 77%. La soutenabilité d'un tel niveau de génération de cash est justifiée par trois principaux leviers :

(1) Un effet de rattrapage visible de l'activité à travers une croissance annuelle moyenne des revenus de 8,6% ;

(2) Une bonne maîtrise du BFR se reflétant à travers un niveau d'endettement moyen de 13% ;

(3) Une amélioration de la marge d'EBE de +1,9 pts soutenue par une amélioration visible de la productivité.

PORTEFEUILLE AGR : CAPACITÉ DE SOUTENIR UN *CASH-CONVERSION* ÉLEVÉ DURANT LA PÉRIODE 2020-2022

Valeurs	Croissance du CA			Marge EBE			EN/FP	Cash-Conversion		
	20	21	22	20	21	22	Moy. 20-22	20	21	22
MAROC TELECOM	1,5%	2,9%	4,0%	51,9%	51,5%	51,1%	96%	78%	78%	78%
CIMAR	-6,4%	6,0%	4,0%	49,6%	45,4%	48,5%	-33%	75%	84%	81%
COSUMAR	6,4%	0,8%	0,8%	22,6%	22,7%	22,7%	16%	75%	76%	76%
TOTAL MAROC[1]	-10,0%	12,0%	9,0%	7,1%	9,9%	9,9%	-12%	86%	83%	82%
SNEP	-3,2%	2,9%	12,4%	20,8%	17,7%	18,7%	15%	61%	64%	68%
MUTANDIS	-3,0%	7,3%	6,6%	15,5%	16,1%	16,5%	38%	85%	80%	80%
CMT	-10,9%	21,3%	13,1%	44,0%	52,4%	54,6%	-13%	97%	71%	76%
SMI	1,5%	21,8%	12,5%	50,0%	54,5%	54,7%	-7%	94%	83%	86%
PTF AGR	**-3,0%**	**9,4%**	**7,8%**	**32,7%**	**33,8%**	**34,6%**	**13%**	**81%**	**77%**	**79%**

(1) Croissance des volumes dans la mesure où le CA ne constitue pas un indicateur pertinent pour l'analyse de l'activité

La capacité des valeurs sélectionnées à défendre la génération du cash serait accompagnée à la fois par une appréciation de la création de valeur économique et par un creusement positif du spread de rendement de dividende par rapport aux BDT-5 ans. Il s'agit selon nous, de deux conditions indispensables à la performance boursière des titres :

(1) Une amélioration de la création de valeur économique de 16,4% passant d'une moyenne de 2,72 à 3,16 durant la période 2019-2022. Cette évolution est justifiée en partie par la capacité des sociétés sélectionnées à tirer profit de la baisse technique de leur coût du capital tout en défendant leur rentabilité économique ;

(2) Une amélioration attendue du dividende servi permettant d'offrir un D/Y moyen de 5,2% sur la période 2021-2022. Par conséquent, l'écart de rendement par rapport aux BDT-5 ans s'apprécierait considérablement pour s'établir à 350 PBS à horizon 2022.

PORTEFEUILLE AGR : CRÉATION DE VALEUR ET SPREAD DE RENDEMENT PAR RAPPORT AU MARCHÉ OBLIGATAIRE

Valeurs	Création de valeur				VAR	Rendement de dividende				Spread rendement (PBS)			
	19	20	21	22	19-22	19	20	21	22	19	20	21	22
MAROC TELECOM	2,78	3,56	3,95	3,99	43,5%	3,6%	4,1%	4,6%	4,8%	120	200	250	270
CIMAR	5,65	4,06	4,76	5,81	2,8%	6,0%	5,1%	5,5%	6,1%	360	300	340	400
COSUMAR	2,50	2,42	2,39	2,35	-6,0%	3,2%	3,8%	4,0%	4,4%	80	170	190	230
TOTAL MAROC	4,24	1,86	3,64	4,37	3,1%	4,8%	4,5%	4,9%	5,3%	240	240	280	320
SNEP	1,10	1,57	1,28	1,50	36,5%	0,0%	3,2%	3,8%	5,8%	-240	110	170	370
MUTANDIS	1,36	1,23	1,37	1,51	11,0%	4,1%	3,9%	3,9%	4,2%	170	180	180	210
CMT	3,20	2,37	3,39	3,62	13,1%	0,0%	4,9%	6,3%	7,5%	-240	280	420	540
SMI	0,90	0,97	1,77	2,15	139%	0,0%	3,1%	5,7%	6,8%	-240	100	360	470
PTF AGR	**2,72**	**2,26**	**2,82**	**3,16**	**16,4%**	**2,7%**	**4,1%**	**4,8%**	**5,6%**	**30**	**200**	**270**	**350**

Source : Calculs & Estimations AGR

UNE THÉMATIQUE D'INVESTISSEMENT SOUS L'ANGLE DU *CASH-CONVERSION*

Tenant compte de nos prévisions de croissance durant la période 2020-2022, nous relevons un effet de rattrapage intéressant des indicateurs opérationnels et financiers de notre portefeuille. Il s'agit notamment :

(1) Une appréciation de l'EBE de 8,4% attestant de la capacité des sociétés retenues à tirer profit de la reprise de leurs activités ;

(2) Un relèvement du DPA de 44,7% en moyenne suite au retour des sociétés retenues à leur politique de distribution historique ;

(3) Un réajustement haussier de la rentabilité économique de notre portefeuille de 7,2 pts passant de 16,4% à 23,6% sur la période étudiée.

PORTEFEUILLE AGR : INDICATEURS DE PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ET DE POLITIQUE DE DIVIDENDE

Valeurs	EBE (MDH)			VAR	DPA (DH)			VAR	ROCE			VAR[1]
	20	21	22	20-22	20	21	22	20-22	20	21	22	20-22
MAROC TELECOM	19.242	19.638	20.250	5,2%	6,0	6,7	7,0	16,7%	19,4%	21,5%	21,8%	2,4
CIMAR	1.856	1.801	2.000	7,8%	85	90	100	17,6%	31,6%	37,0%	45,1%	13,5
COSUMAR	1.974	2.001	2.017	2,2%	8,0	9,0	10,0	25%	16,5%	16,3%	16,0%	-0,5
TOTAL MAROC	686	1.060	1.166	69,9%	56	60	65	16,1%	13,8%	27,0%	32,4%	18,6
SNEP	190	167	198	3,8%	15	20	30	100%	11,4%	9,3%	10,9%	-0,5
MUTANDIS	220	244	267	21,4%	8,5	8,5	9,0	5,9%	8,0%	8,9%	9,8%	1,8
CMT	204	295	348	70,4%	75	100	120	60,0%	20,5%	29,3%	31,3%	10,8
SMI	432	574	648	49,8%	60	110	130	117%	9,6%	17,6%	21,3%	11,7
PTF AGR	3.101	3.223	3.362	8,4%	-	-	-	44,7%	16,4%	20,9%	23,6%	7,2

(1) Variation en points

Sur la base des cours fondamentaux calculés pour chaque valeur et tenant compte du scénario du dividende durant la période 2020-2022, notre portefeuille offrirait une rentabilité[2] cible de 27%. Plus en détails, il s'agit d'une performance boursière de 17% couplée à un rendement de dividende cumulé de 9%.

Au final, l'amélioration du multiple de valorisation VE/EBE de 20% de notre portefeuille passant de 10,25x à 8,17x sur la période 2020-2022, conforte selon nous cet objectif de rentabilité boursière.

PORTEFEUILLE AGR : INDICATEURS DE VALORISATION ET ESPÉRANCE DE RENTABILITÉ SUR LA PÉRIODE 2020-2022

Valeurs	CAPI	VE/EBE (x)			D/Y			WACC	Cours	Cours	Rentabilité[2]
	MDH	20	21	22	20	21	22		21/01/21	Cible 18 M	21-22
MAROC TELECOM	127.996	7,58	7,43	7,17	4,1%	4,6%	4,8%	5,45%	145,6	160	19%
CIMAR	23.819	12,45	12,47	11,30	5,1%	5,5%	6,1%	7,77%	1.650	1.800	20%
COSUMAR	21.260	10,57	11,08	10,93	3,8%	4,0%	4,4%	6,82%	225	240	14%
TOTAL MAROC	11.066	15,98	10,21	9,12	4,5%	4,9%	5,3%	7,42%	1.235	1.420	24%
SNEP	1.251	6,55	8,26	6,83	3,2%	3,8%	5,8%	7,25%	521	685	39%
MUTANDIS	1.727	9,58	8,67	7,94	3,9%	3,9%	4,2%	6,49%	216	275	35%
CMT	2.690	12,05	8,72	7,40	4,9%	6,3%	7,5%	8,65%	1.600	1.850	27%
SMI	3.150	7,24	5,32	4,66	3,1%	5,7%	6,8%	9,94%	1.915	2.420	35%
PTF AGR	24.120	10,25	9,02	8,17	4,1%	4,8%	5,6%	7,47%	-	17%	26%

(2) Rentabilité brute cumulée intégrant les dividendes perçus et l'appréciation des cours durant la période 2021-2022

Source : Calculs & Estimations AGR

PARTIE 2

MAROC TELECOM
UN TITRE RÉSILIENT..., QUI PROFITE PLEINEMENT DE LA BAISSE DU COÛT DU CAPITAL

CIMAR
UNE CAPACITÉ INDÉNIABLE À SOUTENIR UNE POLITIQUE DE DIVIDENDE GÉNÉREUSE

COSUMAR
UN OPÉRATEUR FAVORISANT DAVANTAGE LE RETOUR À L'ACTIONNAIRE

TOTAL MAROC
UN RELÈVEMENT ATTENDU DU DIVIDENDE À COMPTER DE 2021

SNEP
APRÈS L'INVESTISSEMENT..., LE RETOUR TANT ATTENDU DU DIVIDENDE

MUTANDIS
UNE RÉSILIENCE AVÉRÉE..., NON ENCORE INTÉGRÉE AU NIVEAU DU COURS

CMT
UN EFFET RATTRAPAGE SIGNIFICATIF DES RÉSULTATS EN 2021 PORTÉ PAR L'ACTIVITÉ ARGENT

SMI
UNE FORTE CAPACITÉ À GÉNÉRER LE CASH, FAVORISANT UN NOUVEAU CYCLE DE DIVIDENDE

MAROC TELECOM

POIDS DANS LE SECTEUR | **100%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **22%**

| TÉLÉCOMS |
1 SOCIÉTÉ COTÉE

Date d'édition janvier 2021

UN TITRE RÉSILIENT..., QUI PROFITE PLEINEMENT DE LA BAISSE DU COÛT DU CAPITAL

Impact sur le Coût du Capital

Grâce à la résilience de ses résultats et à sa forte capacité de défendre ses cash-flows, Maroc Telecom profite pleinement de la tendance baissière du coût du capital en Bourse. En 2020, le WACC du titre ressort à un plus bas historique de 5,45% en repli de -58 PBS par rapport à 2019.

Cette évolution s'explique par le glissement de la courbe des taux couplé à l'amélioration du profil risque du titre, à travers un bêta qui passe de 1,01 à 0,89 sur la période 2019-2020. Cette baisse technique du coût du capital n'est pas entièrement intégrée au niveau du cours du titre.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2017	2018	2019	2020	Var 19-20
WACC	6,58%	6,12%	6,03%	5,45%	-58 PBS
BETA	0,96	0,90	1,01	0,89	-12,0%
PDR Actions	6,6%	6,0%	6,0%	6,1%	+10 PBS
BDT 10 ans	3,29%	3,37%	2,69%	2,38%	-31 PBS
Levier cible retenu	45%	45%	45%	45%	-

Scénario de croissance 2020-2022

Les perspectives de croissance de Maroc Telecom demeurent toujours positives sous l'effet d'un développement plus rapide que prévu du segment Internet haut & très haut débit ainsi que de la poursuite de la bonne dynamique de la Data Mobile. Les revenus de l'opérateur s'apprécieraient de 7,0% sur la période 2020-2022 avec une préservation d'une marge d'EBE autour des 51,0%.

La soutenabilité du *cash-conversion* à 78% sur la période 2020-2022 serait accompagnée par :

(1) Une amélioration de la création de valeur de 12,1% soutenue par la baisse du WACC ;

(2) Un relèvement du D/Y à 4,8% en 2022, soit 2,3 fois le rendement du BDT-5 ans.

Tenant compte d'un multiple VE/EBE relativement attractif de 7,17x en 2022, nous demeurons confiants à l'égard de notre cours objectif du titre de 160 DH.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	VAR 20-22
Revenus	36 518	37 066	38 127	39 652	7,0%
Croissance	1,3%	1,5%	2,9%	4,0%	-
EBE	18 923	19 242	19 638	20 250	5,2%
Marge EBE	51,8%	51,9%	51,5%	51,1%	-0,8 pt
Cash-Conversion	80,8%	78,0%	77,7%	78,3%	+0,3 pt
ROCE	16,7%	19,4%	21,5%	21,8%	+2,4 pts
ROCE/WACC[1]	2,78	3,56	3,95	3,99	12,1%
DPA (DH)	5,54	6,00	6,70	7,00	16,7%
D/Y	3,6%	4,1%	4,6%	4,8%	+0,7 pt
Spread de rendement[2]	+120 PBS	+200 PBS	+250 PBS	+270 PBS	+70 PBS
Multiple VE/EBE	8,03x	7,58x	7,43x	7,17x	-5,4%

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

Source : Calculs & Estimations AGR

RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : **160** DH
ANCIEN : 160 DH

RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : **19**%
DONT PERFORMANCE : 10,0%
DONT DIVIDENDE : 8,7%

COURS AU 21/01/21 : **145,6** DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020

INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
IAM	5,3	3,2	-7,5
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
IAM	14,7	10,8	19,2
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			127 996
En M$			14 382

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

MAHAT ZERHOUNI– Senior Associate

IAM TÉLÉCOMS | MAROC | BLOOMBERG: IAM MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
CA Publié	2,4%	-0,8%	3,1%	1,3%	1,5%	2,9%	4,0%
EBE Ajusté	3,7%	1,5%	4,1%	6,0%	1,7%	2,1%	3,1%
RNPG Affiché	0,0%	4,4%	2,4%	0,3%	0,5%	1,5%	2,0%
DPA	0,0%	1,9%	5,4%	-18,9%	8,3%	11,7%	4,5%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	48,0%	49,1%	49,6%	51,8%	51,9%	51,5%	51,1%
Marge Opérationnelle	29,6%	30,2%	30,7%	22,5%	27,3%	30,7%	30,4%
Taux d'IS Apparent	34,3%	32,8%	37,6%	39,1%	37,0%	35,0%	34,0%
Marge Nette	15,9%	16,3%	16,7%	7,5%	13,0%	16,1%	15,8%
FCF/CA	21,0%	19,6%	17,1%	17,7%	25,5%	24,0%	24,0%
ROE	36,2%	36,0%	38,4%	22,6%	36,9%	41,4%	38,7%
Payout Affiché	100%	100%	100%	179%	109%	96%	98%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
CA Publié	35 252	34 963	36 032	36 518	37 066	38 127	39 652
EBE	16 909	17 160	17 856	18 923	19 242	19 638	20 250
REX Affiché	10 426	10 553	11 052	8 231	10 102	11 696	12 037
Impôt	3 426	3 208	3 677	3 830	3 423	3 811	3 829
Résultat Net	6 629	6 579	6 938	3 598	5 973	7 141	7 305
RNPG Affiché	5 598	5 706	6 010	2 726	4 834	6 150	6 275
RNPG Récurrent	5 622	5 871	6 010	6 029	6 060	6 150	6 275
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres Consolidés	19 298	19 750	19 490	16 003	17 106	18 973	20 389
Minoritaires	3 822	3 916	3 822	3 934	4 013	4 101	4 195
BFR	-13 950	-15 234	-13 947	-17 278	-17 792	-17 920	-18 240
Endettement Net	12 338	13 080	13 904	17 443	18 315	17 949	17 231
Gearing (%)	64%	66%	71%	109%	107%	95%	85%
Trésorerie	2 438	2 010	1 700	1 483	1 750	1 870	1 950
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	145	-1 284	1 287	-3 331	-514	-128	-320
Flux net d'investissement	6 094	8 061	8 369	8 819	5 560	6 100	6 344
Taux d'IS normatif	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
FCF affiché	7 389	6 850	6 151	6 462	9 452	9 151	9 517
Dividendes (n-1)	5 591	5 591	5 697	6 004	4 870	5 275	5 890
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x) Récurrent	22,2	20,1	20,7	22,3	21,0	20,8	20,4
D/Y (%)	4,5%	4,8%	4,8%	3,6%	4,1%	4,6%	4,8%
P/B (x)	6,47	5,96	6,38	8,40	7,45	6,75	6,28
VE/EBE (x)	8,11	7,63	7,74	8,03	7,58	7,43	7,17
VE/CA (x)	3,89	3,74	3,84	4,16	3,93	3,83	3,66
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période	142,0	134,0	141,5	153,0	145,0	145,6	145,6
BPA Récurrent	6,40	6,68	6,84	6,86	6,89	7,00	7,14
DPA	6,36	6,48	6,83	5,54	6,00	6,70	7,00
ANA	22,0	22,5	22,2	18,2	19,5	21,6	23,2

Récurrent : ajusté des décisions de l'ANRT et du don Covid de 1,5 MMDH

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : Calculs & Estimations AGR

CIMAR

POIDS DANS LE SECTEUR | **38%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **11%**

| **CIMENT** |

2 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition janvier 2021

UNE CAPACITÉ INDÉNIABLE À SOUTENIR UNE POLITIQUE DE DIVIDENDE GÉNÉREUSE

Impact sur le Coût du Capital

En dépit du repli de la consommation nationale du ciment de -10% en 2020, le titre CIMAR demeure résilient en Bourse grâce à sa capacité avérée de maintenir un dividende attractif. Cette qualité du titre repose sur un Bilan désendetté et sur une forte capacité à générer du cash-flow.

À compter de 2020, le titre CIMAR profite d'une baisse sensible de son coût du capital de -86 PBS à 7,77%. À l'origine, le recul des taux obligataires et l'utilisation du levier financier à moindre coût afin de soutenir la politique d'investissement et de dividende de l'opérateur à l'avenir.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2017	2018	2019	2020	Var 19-20
WACC	10,04%	9,49%	8,63%	7,77%	-86 PBS
BETA	1,03	1,02	0,99	1,09	+10%
PDR Actions	6,6%	6,0%	6,0%	6,1%	+10 PBS
BDT 10 ans	3,29%	3,37%	2,69%	2,38%	-31 PBS
Levier cible retenu	0%	0%	0%	20%	-

Scénario de croissance 2020-2022

Les revenus de CIMAR devraient s'apprécier de 10,2% sur la période 2020-2022 tirant profit de la reprise attendue des ventes de ciment. La marge EBE de l'opérateur devrait baisser de 4 pts en 2021 en raison de coûts logistiques plus importants. En effet, CIMAR envisage la conquête de la région de l'Oriental à compter de 2021 afin de contrebalancer l'entrée en service de nouvelles capacités dans le Sud. Par ailleurs, l'installation d'un nouveau broyeur à Nador durant le S2-22 permettrait un redressement graduel de la marge EBE à 48,5% en 2022.

Durant la période 2020-2022, CIMAR préserverait un *cash-conversion* autour des 80% couplé à un D/Y moyen de 5,5%. Il s'agit d'un rendement supérieur de 2,6 fois par rapport aux BDT-5 ans.

Tenant compte de ces nouveaux paramètres et sur la base de la méthode DDM, notre cours cible du titre CIMAR ressort à 1.800 DH.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	Var 20-22
Revenus	3 998	3 741	3 966	4 125	10,2%
Croissance	-0,6%	-6,4%	6,0%	4,0%	-
EBE	2 021	1 856	1 801	2 000	7,8%
Marge EBE	50,5%	49,6%	45,4%	48,5%	-1,1 pts
Cash-Conversion	76,6%	74,6%	83,8%	81,4%	+6,8 pts
ROCE	48,8%	31,6%	37,0%	45,1%	+13,5 pts
ROCE/WACC[1]	5,65	4,06	4,76	5,81	42,9%
DPA (DH)	100	85	90	100	17,6%
D/Y	6,0%	5,1%	5,5%	6,1%	+1,0 pt
Spread de rendement[2]	+360 PBS	+300 PBS	+340 PBS	+400 PBS	+100 PBS
Multiple VE/EBE	10,56x	12,45x	12,47x	11,30x	-9,3%

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

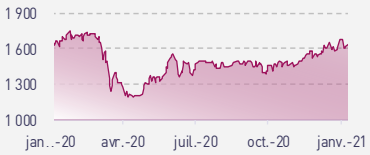
RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : 1 800 DH
ANCIEN : 1 490 DH

RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : 20%
DONT PERFORMANCE : 9,1%
DONT DIVIDENDE : 10,6%

COURS AU 21/01/21 : 1 650 DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020



INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
CIMAR	11,9	11,1	-1,5
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
CIMAR	3,5	2,3	6,7
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			23 819
En M$			2 676

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

MARIA IRAQI– Manager

Source : Calculs & Estimations AGR

CIMAR CIMENT | MAROC | BLOOMBERG: CMA MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
CA Publié	3,4%	4,8%	-0,7%	-0,6%	-6,4%	6,0%	4,0%
EBE Ajusté	7,7%	4,0%	3,0%	3,3%	-8,2%	-2,9%	11,1%
REX	9,5%	-8,6%	21,1%	3,8%	-12,6%	-5,3%	16,1%
RNPG	NS	NS	3,4%	5,3%	-29,9%	19,1%	17,4%
DPA	18,2%	53,8%	-15,0%	17,6%	-15,0%	5,9%	11,1%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	47,2%	46,9%	48,6%	50,5%	49,6%	45,4%	48,5%
Marge Opérationnelle	33,3%	29,1%	35,5%	37,0%	34,6%	30,9%	34,5%
Taux d'IS Apparent	NS	14,9%	27,2%	27,9%	27,6%	27,6%	27,6%
Marge Nette	NS	24,2%	25,2%	26,6%	20,0%	22,4%	25,3%
FCF/CA	29,9%	43,9%	42,7%	37,2%	15,6%	35,6%	29,8%
ROE Affiché	-2,6%	18,3%	20,5%	22,4%	18,4%	23,8%	30,1%
Payout	NS	186,5%	113,6%	126,8%	153,7%	136,7%	129,3%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
CA Publié	3 866	4 050	4 020	3 998	3 741	3 966	4 125
EBE	1 825	1 898	1 956	2 021	1 856	1 801	2 000
REX	1 288	1 178	1 426	1 481	1 295	1 226	1 423
Impôt	18	176	388	419	299	343	403
Résultat Net	-118	1 005	1 040	1 081	758	903	1 060
Minoritaires	19	26	28	16	11	13	16
RNPG Affiché	-136	979	1 012	1 065	747	889	1 044
RNPG Récurrent	-136	979	1 012	1 065	815	889	1 044
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres PG	5 321	5 358	4 926	4 764	4 067	3 729	3 474
Minoritaires	41	55	47	45	39	35	33
Capitaux Propres Consolidés	5 361	5 413	4 973	4 809	4 106	3 765	3 507
BFR	770	407	170	157	501	226	247
Endettement Net	-1 318	-2 143	-2 383	-2 621	-1 135	-1 363	-1 222
Gearing (%)	-24,6%	-39,6%	-47,9%	-54,5%	-27,6%	-36,2%	-34,8%
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	384	-363	-237	-13	344	-275	21
Flux net d'investissement	172	85	30	59	800	95	400
Taux d'IS normatif	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
FCF Affiché	1 155	1 776	1 719	1 488	585	1 414	1 229
Dividendes (n-1)	794	938	1 444	1 227	1 444	1 227	1 299
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x) Récurrent	NS	24,9	23,5	22,5	29,7	26,8	22,8
D/Y (%)	5,0%	5,9%	5,2%	6,0%	5,1%	5,5%	6,1%
P/B (x)	3,52	4,55	4,84	5,03	5,96	6,39	6,86
VE/EBE (x)	9,55	11,72	10,96	10,56	12,45	12,47	11,30
VE/CA (x)	4,51	5,49	5,33	5,34	6,17	5,66	5,48
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période	1 298	1 690	1 650	1 660	1 679	1 650	1 650
BPA Récurrent	-9	68	70	74	56	62	72
DPA	65	100	85	100	85	90	100
ANA	369	371	341	330	282	258	241

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : Calculs & Estimations AGR

COSUMAR

POIDS DANS LE SECTEUR | **53%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **7%**

| AGROALIMENTAIRE |
7 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition janvier 2021

UN OPÉRATEUR FAVORISANT DAVANTAGE LE RETOUR À L'ACTIONNAIRE

Impact sur le Coût du Capital

Tenant compte de la résilience de ses résultats opérationnels et de sa politique de dividende, le titre Cosumar bénéficie en 2020 d'un bêta autour de 1,0. Parallèlement, nous retenons un levier financier cible représentant 30% de sa structure financière en ligne avec la stratégie du Groupe sur le LT.

Tirant profit de la baisse des taux, le coût du capital du titre ressort à des plus bas historiques, soit à 6,82%.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2017	2018	2019	2020	Var 19-20
WACC	8,31%	7,06%	6,59%	6,82%	+23 PBS
BETA	1,11	0,91	0,92	1,02	+10,9%
PDR Actions	6,60%	6,00%	6,00%	6,10%	+10 PBS
BDT 10 ans	3,29%	3,37%	2,69%	2,38%	-31 PBS
Levier cible retenu	30%	30%	30%	30%	-

Scénario de croissance 2020-2022

L'augmentation des capacités d'export de la raffinerie de Casablanca conjuguée à la bonne tenue de la campagne sucrière au Maroc permettraient à Cosumar de franchir le cap des 2,0 MMDH d'EBE en 2022. Ce scénario tient compte d'une production locale de sucre supérieure à 500 KT et des exportations pouvant aller jusqu'à 600 KT à horizon 2022 contre 508 KT en 2019.

L'intégration par mise en équivalence du projet Durrah sur une année pleine, porterait le RNPG récurrent à près de 1,1 MMDH au terme de la période 2020-2022, en hausse de 20%.

Avec un ROCE stable autour des 16,5%, Cosumar devrait afficher l'un des meilleurs niveaux de création de valeur de la cote à 2,4. Aussi, la soutenabilité d'un ratio *cash-conversion* au-dessus des 75% se traduirait par un D/Y moyen du titre de 4,1% soit 2,0x le rendement des BDT-5 ans.

Suite à l'actualisation de nos hypothèses de valorisation, nous ressortons avec un cours cible de 240 DH contre 202 DH initialement.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	VAR 20-22
Revenus	8 212	8 739	8 813	8 888	1,7%
Croissance	7,1%	6,4%	0,8%	0,8%	-
EBE	1 880	1 974	2 001	2 017	2,2%
Marge EBE	22,9%	22,6%	22,7%	22,7%	+0,1 pt
Cash-Conversion	88,0%	74,7%	76,3%	76,4%	+1,7 pts
ROCE	16,5%	16,5%	16,3%	16,0%	-0,5 pt
ROCE/WACC[1]	2,50	2,42	2,39	2,35	-2,9%
DPA (DH)	7,0	8,0	9,0	10,0	25,0%
D/Y	3,2%	3,8%	4,0%	4,4%	+ 0,6 pt
Spread de rendement[2]	+80 PBS	+170 PBS	+190 PBS	+230 PBS	+60 PBS
Multiple VE/EBE	11,53x	10,57x	11,08x	10,93x	+3,4%

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

Source : Calculs & Estimations AGR

RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : 240 DH
ANCIEN : 202 DH

RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : 14%

DONT PERFORMANCE : 6,7%

DONT DIVIDENDE : 7,8%

COURS AU 21/01/21 : 225 DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020

INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
COSUMAR	12,5	13,6	-1,3
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
COSUMAR	12,7	8,6	10,1
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			21 260
En M$			2 389

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

LAMYAE OUDGHIRI– Manager

COSUMAR AGROALIMENTAIRE | MAROC | BLOOMBERG: CSR MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
CA Publié	12,8%	5,9%	-8,0%	7,1%	6,4%	0,8%	0,8%
EBE Ajusté	23,7%	4,5%	-3,5%	3,0%	5,0%	1,4%	0,8%
RNPG Affiché	45,5%	5,8%	-9,8%	3,7%	-6,5%	17,5%	6,0%
DPA	20,4%	15,4%	50,0%	-30,0%	14,3%	12,5%	11,1%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	23,0%	22,7%	23,8%	22,9%	22,6%	22,7%	22,7%
Marge Opérationnelle	18,7%	18,4%	18,9%	17,7%	17,4%	17,4%	17,3%
Taux d'IS Apparent	30,5%	34,2%	27,2%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Marge Nette	11,9%	11,9%	11,6%	11,3%	9,9%	11,5%	12,1%
FCF/CA	1,4%	30,1%	-25,6%	13,1%	11,2%	11,6%	11,7%
ROE Affiché	20,9%	20,1%	17,3%	18,1%	16,2%	18,2%	18,5%
Payout (base sociale)	68,0%	70,2%	118,0%	75,9%	92,8%	88,8%	93,0%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
CA Publié	7 865	8 332	7 667	8 212	8 739	8 813	8 888
EBE	1 811	1 893	1 826	1 880	1 974	2 001	2 017
REX	1 469	1 530	1 450	1 455	1 519	1 534	1 538
Impôt	433	507	358	428	403	430	432
Résultat Net	935	989	892	925	896	1 017	1 078
Quote part participations	0	0	0	-6	0	59	117
RNPG Affiché	934	988	891	924	864	1 016	1 077
RNPG Récurrent	934	988	891	924	914	1 016	1 077
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres Consolidés	4 469	4 912	5 170	5 102	5 337	5 598	5 825
Minoritaires	5	6	6	7	7	7	8
BFR	774	-729	2 005	1 618	1 660	1 675	1 689
Endettement Net	2	-1 540	1 111	999	1 007	911	794
Gearing (%)	0,0%	-31,4%	21,5%	19,6%	18,9%	16,3%	13,6%
Trésorerie	701	1 857	599	585	577	673	790
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	782	-1 504	2 734	-387	43	14	14
CAPEX Brut	509	384	504	610	500	500	500
Taux d'IS normatif	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
FCF Affiché	107	2 507	-1 960	1 076	975	1 027	1 042
Dividendes (n-1)	454	546	630	945	661	756	850
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x) Récurrent	15,4	18,8	18,5	22,4	21,7	20,9	19,7
D/Y (%)	3,8%	3,4%	5,7%	3,2%	3,8%	4,0%	4,4%
P/B (x)	3,23	3,79	3,19	4,06	3,72	3,80	3,65
VE/EBE (x)	7,95	9,00	9,64	11,53	10,57	11,08	10,93
VE/CA (x)	1,83	2,05	2,30	2,64	2,39	2,52	2,48
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période	152	197	175	219	210	225	225
BPA Récurrent	9,9	10,5	9,4	9,8	9,7	10,7	11,4
DPA	5,8	6,7	10,0	7,0	8,0	9,0	10,0
ANA	47,2	51,9	54,7	53,9	56,4	59,2	61,6

Récurrent : ajusté du don Covid de 100 MDH

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : Calculs & Estimations AGR

TOTAL MAROC

POIDS DANS LE SECTEUR | **22%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **8%**

| **DISTRIBUTION ÉNERGÉTIQUE** |
3 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition janvier 2021

UN RELÈVEMENT ATTENDU DU DIVIDENDE À COMPTER DE 2021

Impact sur le Coût du Capital

Au cours de la période 2018-2020, le cours du titre Total Maroc a connu une forte volatilité sous l'effet du réajustement de la marge de distribution du secteur et de la chute de la consommation de carburant en raison de la crise sanitaire. Durant cette période, le bêta du titre a atteint un plus haut de 1,30 avant de revenir vers les 1,15.

Le coût du capital affiche tout de même une baisse sensible de -130 PBS passant de 8,72% en 2018 à 7,42% en 2020, soutenu en partie par la tendance baissière des taux au Maroc.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2017	2018	2019	2020	Var 19-20
WACC	8,40%	8,72%	7,39%	7,42%	+ 3 PBS
BETA	1,12	1,30	1,10	1,15	+ 4,5%
PDR Actions	6,6%	6,0%	6,0%	6,1%	+ 10 PBS
BDT 10 ans	3,29%	3,37%	2,69%	2,38%	- 31 PBS
Levier cible retenu	30%	30%	30%	30%	-

Scénario de croissance 2020-2022

Tenant compte des répercussions de la crise sanitaire, Total Maroc devrait accuser en 2020 une baisse de ses volumes de ventes de -10%. À compter de 2021, nous croyons en une reprise assez rapide des résultats de l'opérateur grâce : (1) au redressement attendu de la consommation de carburant de 12%, (2) à la stabilisation relative de la marge de distribution du secteur après une phase d'instabilité et enfin, (3) à un effet stock positif suite à la reprise des cours du Baril.

Le retour à un EBE normatif de 1.166 MDH en 2022 se reflèterait positivement sur le ROCE qui dépasserait ses niveaux pré-crise sanitaire, soit à 32,4%. Avec un *cash-conversion* au-dessus des 80%, l'opérateur n'éprouverait aucune difficulté à relever son DPA de 16% passant de 56 DH à 65 DH durant la période 2019-2022. Il s'agit d'un D/Y cible de 5,3%, soit 2,5x le rendement des BDT-5 ans. Au final, nous relevons notre cours objectif du titre à 1.420 DH.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	VAR 20-22
Volumes vendus (KT)	1 771	1 594	1 785	1 946	22,1%
Croissance	8,5%	-10,0%	12,0%	9,0%	-
EBE	1 149	686	1 060	1 166	70,0%
Marge EBE	9,3%	7,1%	9,9%	9,9%	+2,8 pts
Cash-Conversion	94,5%	86,4%	82,8%	81,9%	-4,5 pts
ROCE	31,3%	13,8%	27,0%	32,4%	+18,6 pts
ROCE/WACC[1]	4,24	1,86	3,64	4,37	134,9%
DPA (DH)	56,0	56,0	60,0	65,0	16,1%
D/Y	4,8%	4,5%	4,9%	5,3%	+0,8 pt
Spread de rendement[2]	+240 PBS	+240 PBS	+280 PBS	+320 PBS	+80 PBS
Multiple VE/EBE	8,78x	15,98x	10,21x	9,12x	-43,1%

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

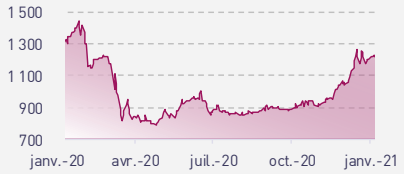
RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : 1 420 DH
ANCIEN : 1 340 DH

RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : 24%
DONT PERFORMANCE : 15,0%
DONT DIVIDENDE : 9,4%

COURS AU 21/01/21 : 1 235 DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020



INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
TOTAL MAROC	35,4	45,3	-10,2
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
TOTAL MAROC	0,9	0,8	2,9
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			11 066
En M$			1 243

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

OMAR CHERKAOUI– Associate

Source : Calculs & Estimations AGR

TOTAL MAROC DISTRIBUTION ÉNERGÉTIQUE | MAROC | BLOOMBERG: TMA MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
Volumes Vendus	5,8%	8,1%	13,0%	8,5%	-10,0%	12,0%	9,0%
CA Publié	-3,5%	23,4%	25,9%	-1,4%	-22,0%	12,0%	9,0%
EBE Ajusté	101%	9,6%	-25,0%	-1,2%	-40,3%	54,5%	10,0%
RNPG Affiché	210,2%	15,0%	-24,3%	-23,3%	-49,7%	85,0%	11,0%
DPA	19,2%	12,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%	8,3%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	17,6%	15,6%	9,3%	9,3%	7,1%	9,9%	9,9%
Marge Opérationnelle	14,7%	13,1%	7,6%	6,9%	4,0%	6,7%	7,0%
Taux d'IS Apparent	27,0%	24,7%	24,1%	33,8%	26,5%	26,5%	26,5%
Marge Nette	11,2%	10,4%	6,3%	4,9%	3,1%	5,2%	5,3%
FCF/CA	15,3%	9,7%	4,6%	3,2%	3,0%	6,5%	6,7%
ROE Affiché	64,5%	52,2%	34,6%	25,5%	14,0%	25,3%	27,0%
Payout (base sociale)	53,3%	50,5%	62,3%	78,1%	163,8%	98,3%	96,0%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Volumes vendus (KT)	1 336	1 444	1 632	1 771	1 594	1 785	1 946
CA Publié	8 035	9 915	12 480	12 310	9 602	10 754	11 722
EBE	1 415	1 551	1 164	1 149	686	1 060	1 166
REX	1 181	1 301	946	847	386	720	821
Impôt	311	317	230	280	95	183	210
Résultat Net	897	1 032	782	600	302	558	619
RNPG Affiché	897	1 032	782	600	302	558	619
RNPG Récurrent	897	1 032	782	600	373	558	619
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres Consolidés	1 391	1 978	2 256	2 352	2 152	2 208	2 290
BFR	41	-254	-164	-362	-384	-538	-703
Endettement Net	304	-300	-484	-364	-98	-247	-428
Gearing (%)	22%	-15%	-21%	-15%	-5%	-11%	-19%
Trésorerie	379	903	1 110	1 324	948	1 097	1 278
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	-490	-295	90	-198	-22	-154	-166
CAPEX Brut	323	492	211	701	300	300	300
Taux d'IS normatif	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
FCF Affiché	1 228	964	579	393	292	698	785
Dividendes (n-1)	376	448	502	502	502	502	538
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x) Récurrent	12,4	15,7	10,5	17,4	29,7	19,8	17,9
D/Y (%)	4,0%	3,1%	6,1%	4,8%	4,5%	4,9%	5,3%
P/B (x)	8,02	8,20	3,65	4,45	5,14	5,01	4,83
VE/EBE (x)	8,10	10,26	6,67	8,78	15,98	10,21	9,12
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période	1 245	1 810	920	1 167	1 235	1 235	1 235
BPA Récurrent	100	115	87	67	42	62	69
DPA	50	56	56	56	56	60	65
ANA	155	221	252	263	240	246	256

Récurrent : ajustés du don Covid

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : Calculs & Estimations AGR

SNEP

POIDS DANS LE SECTEUR | **16%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **1,3%**

| **BTP** |

6 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition janvier 2021

APRÈS L'INVESTISSEMENT..., LE RETOUR TANT ATTENDU DU DIVIDENDE

Impact sur le Coût du Capital

Grâce au caractère stratégique des produits issus de l'électrolyse, SNEP connaîtrait en 2020 l'une de ses meilleures années en termes de croissance. Parallèlement, le titre profiterait d'une baisse sensible de son coût du capital de -104 PBS, passant de 8,29% en 2019 à 7,25% en 2020.

Cette évolution est attribuée à la baisse des taux obligataires conjuguée à l'amélioration du profil risque du titre, grâce à la bonne tenue de ses résultats en 2020. Selon nous, cette amélioration du coût du capital du titre SNEP n'est toujours pas intégrée au niveau de son cours en Bourse.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2017	2018	2019	2020	Var 19-20
WACC	9,09%	8,28%	8,29%	7,25%	-104 PBS
BETA	1,25	1,16	1,28	1,08	-16%
PDR Actions	6,6%	6,0%	6,0%	6,1%	+10 PBS
BDT 10 ans	3,29%	3,37%	2,69%	2,38%	-31 PBS
Levier cible retenu	30%	30%	30%	30%	-

Scénario de croissance 2020-2022

Les perspectives de croissance de SNEP sont portées par son projet d'investissement visant à accroître ses capacités de production dès le S2-21. En 2022, le CA dépasserait les 1,0 MMDH en hausse de 16,0% par rapport à 2020. La marge EBE s'établirait autour des 19,0% sur la période 2020-2022 soutenue par le gain de compétitivité relatif au nouvel investissement.

La soutenabilité d'un *cash-conversion* moyen de 64% serait accompagnée par une amélioration visible de la création de valeur et un retour à un dividende normatif de 30 DH au terme de la période 2019-2022. Il s'agit d'un D/Y 22E cible de 5,8% attestant de la volonté de la SNEP de rémunérer ses Actionnaires et ce, après l'achèvement de sa première phase d'investissement.

Au final, nous sommes confortés à l'égard de notre cours objectif initial du titre SNEP, soit de 685 DH.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	Var 20-22
Revenus	944	914	941	1 058	15,7%
Croissance	0,9%	-3,2%	2,9%	12,4%	-
EBE	149	190	167	198	3,8%
Marge EBE	15,8%	20,8%	17,7%	18,7%	-2,1 pts
Cash-Conversion	110,9%	60,5%	64,0%	68,3%	+7,8 pts
ROCE	9,1%	11,4%	9,3%	10,9%	-0,5 pt
ROCE/WACC[1]	1,10	1,57	1,28	1,50	-4,7%
DPA (DH)	0	15	20	30	100%
D/Y	0,0%	3,2%	3,8%	5,8%	+2,6 pts
Spread de rendement[2]	-240 PBS	+110 PBS	+170 PBS	+370 PBS	+260 PBS
Multiple VE/EBE	8,80x	6,55x	8,26x	6,83x	+4,3%

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : 685 DH
ANCIEN : 685 DH

RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : 39%

DONT PERFORMANCE : 32,0%

DONT DIVIDENDE : 7,0%

COURS AU 21/01/21 : 521 DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020

INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
SNEP	30,3	24,1	6,4
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
SNEP	1,2	0,7	0,6
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			1 251
En M$			141

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

MARIA IRAQI– Manager

Source : Calculs & Estimations AGR

SNEP BTP | MAROC | BLOOMBERG: SNP MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
CA Publié	21,8%	7,9%	6,8%	0,9%	-3,2%	2,9%	12,4%
EBE Ajusté	246,7%	15,9%	-8,1%	7,4%	28,1%	-12,6%	18,7%
REX	NS	30,1%	0,2%	20,7%	34,4%	-15,2%	20,5%
Résultat Net	NS	45,7%	-42,4%	23,3%	30,6%	-14,5%	30,1%
DPA	NS	40,0%	42,9%	NS	NS	33,3%	50,0%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	16,0%	17,2%	14,8%	15,8%	20,8%	17,7%	18,7%
Marge Opérationnelle	8,9%	10,7%	10,0%	12,0%	16,6%	13,7%	14,7%
Taux d'IS Apparent	5,7%	25,2%	36,2%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%
Marge Nette	8,3%	11,3%	6,1%	7,4%	10,0%	8,3%	9,6%
FCF/CA	1,4%	13,1%	2,4%	16,6%	6,6%	5,3%	6,8%
ROE	13,8%	17,0%	9,2%	10,5%	12,1%	9,8%	12,0%
Payout	17,7%	17,1%	42,3%	0,0%	39,3%	61,3%	70,7%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
CA Publié	812	876	935	944	914	941	1 058
EBE	130	151	138	149	190	167	198
REX	72	94	94	113	152	129	155
Impôt	4	33	32	35	48	39	51
Résultat Net	68	99	57	70	92	78	102
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres	491	578	618	664	756	798	852
BFR	371	306	335	255	280	297	307
Endettement Net	406	304	298	164	132	125	100
Gearing (%)	82,7%	52,5%	48,1%	24,7%	17,5%	15,7%	11,7%
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	76	-65	29	-79	24	17	11
CAPEX récurrent	7	17	61	38	55	56	63
Taux d'IS normatif	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
FCF Affiché	11	115	23	157	60	50	71
Dividendes (n-1)	0	12	17	24	0	36	48
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x)	5,8	13,8	17,9	16,3	12,2	16,0	12,3
D/Y (%)	3,1%	1,2%	2,4%	0,0%	3,2%	3,8%	5,8%
P/B (x)	0,80	2,36	1,65	1,72	1,48	1,57	1,47
VE/EBE (x)	6,15	11,07	9,50	8,80	6,55	8,26	6,83
VE/CA (x)	0,98	1,90	1,41	1,39	1,37	1,46	1,28
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période	164	568	424	477	465	521	521
BPA	28	41	24	29	38	33	42
DPA	5	7	10	0	15	20	30
ANA	205	241	258	277	315	333	355

Sur la base des comptes sociaux

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : Calculs & Estimations AGR

MUTANDIS

POIDS DANS LE SECTEUR | **4%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **7%**

| **AGROALIMENTAIRE** |

7 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition janvier 2021

UNE RÉSILIENCE AVÉRÉE..., NON ENCORE INTÉGRÉE AU NIVEAU DU COURS

Impact sur le Coût du Capital

Grâce à la diversification de ses activités, Mutandis démontre une résilience assez intéressante de ses résultats durant cette crise sanitaire. Dans ce contexte, le titre affiche un profil risque relativement meilleur que celui du marché à travers un bêta statistique estimé à 0,90.

Aujourd'hui, Mutandis bénéficie d'un coût du capital historiquement bas, soit de 6,49% contre 8,0% lors de son IPO en décembre 2018. Au-delà de la résilience avérée de ses résultats, cette évolution favorable est justifiée aussi par la tendance baissière de la courbe des taux au Maroc.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2018[1]	2019	2020	Var 19-20
WACC	8,00%	6,51%	6,49%	- 2 PBS
BETA	1,08	0,85	0,90	+ 5,9%
PDR Actions	6,0%	6,0%	6,1%	+ 10 PBS
BDT 10 ans	3,37%	2,69%	2,38%	- 31 PBS
Levier cible retenu	30%	30%	30%	-

(1) IPO en décembre 2018

Scénario de croissance 2020-2022

La diversification du portefeuille des activités de Mutandis trouve tout son sens aujourd'hui. En effet, le Groupe devrait limiter la baisse de ses revenus à -3,0% en 2020 avant de renouer avec un profil de croissance autour des 7,0%. Cette évolution soutenue est justifiée à la fois par le développement continu des Détergents, l'effet mix-produit positif des Produits de la Mer et la normalisation des résultats post-confinement de l'activité Bouteilles Alimentaires.

La capacité de l'opérateur de défendre un ratio *cash-conversion* autour des 80% lui permettrait de soutenir un DPA cible de 9,0 DH à horizon 2022. Ainsi, le D/Y moyen du titre durant la période 2020-2022 s'établirait à 4,0% soit +190 PBS au-dessus du rendement benchmark (BDT-5 ans).

Avec un ratio VE/EBE de 7,9x en 2022 versus une moyenne normative de 10,0x pour le marché Actions, notre cours objectif du titre de 273 DH nous semble fondamentalement justifié.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	VAR 20-22
Revenus	1 462	1 418	1 521	1 622	14,4%
Croissance	6,8%	-3,0%	7,3%	6,6%	-
EBE	228	220	244	267	21,4%
Marge EBE	15,6%	15,5%	16,1%	16,5%	+1,0 pt
Cash-Conversion	66,4%	84,7%	80,2%	80,3%	-4,4 pts
ROCE	8,9%	8,0%	8,9%	9,8%	+1,8 pts
ROCE/WACC[1]	1,36	1,23	1,37	1,51	+22,8 %
DPA (DH)	8,5	8,5	8,5	9,0	5,9%
D/Y	4,1%	3,9%	3,9%	4,2%	+0,3 pt
Spread de rendement[2]	+170 PBS	+180 PBS	+180 PBS	+210 PBS	+30 PBS
Multiple VE/EBE	8,72x	9,58x	8,67x	7,94x	-17,7%

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

Source : Calculs & Estimations AGR

RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : 273 DH
ANCIEN : 273 DH

RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : 35%

DONT PERFORMANCE : 27,3%

DONT DIVIDENDE : 7,8%

COURS AU 21/01/21 : 216 DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020

INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
MUTANDIS	-4,4	2,9	5,4
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
MUTANDIS	0,7	1,3	2,0
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			1 727
En M$			194

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

OMAR CHERKAOUI– Associate

MUTANDIS AGROALIMENTAIRE | MAROC | BLOOMBERG: MUT MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
CA Publié	2,2%	13,2%	7,8%	6,8%	-3,0%	7,3%	6,6%
EBE Ajusté	11,9%	6,5%	23,4%	11,7%	-3,5%	11,3%	9,4%
RNPG Affiché	-5,5%	-4,9%	41,5%	16,7%	-19,4%	29,6%	15,3%
DPA				13,3%	0,0%	0,0%	5,9%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	13,8%	13,0%	14,9%	15,6%	15,5%	16,1%	16,5%
Marge Opérationnelle	9,5%	8,3%	9,5%	10,1%	9,8%	10,5%	11,1%
Taux d'IS Apparent	28,9%	23,3%	21,3%	22,1%	22,5%	22,5%	22,5%
Marge Nette	4,7%	3,9%	5,1%	5,6%	4,7%	5,6%	6,1%
FCF/CA	7,4%	-0,7%	9,5%	8,9%	7,2%	8,5%	9,3%
ROE Affiché	7,4%	6,4%	7,0%	8,3%	6,7%	8,5%	9,5%
Payout Affiché			86%	83%	103%	80%	73%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
CA Publié	1 121	1 269	1 368	1 462	1 418	1 521	1 622
EBE	155	165	204	228	220	244	267
REX	107	106	130	148	139	160	180
Impôt	21	17	19	26	24	27	31
Résultat Net	52	50	70	82	66	86	99
RNPG Affiché	52	50	70	82	66	85	99
RNPG Récurrent	52	50	70	82	74	85	99
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres Consolidés	704	784	1 000	992	990	1 008	1 038
Minoritaires	3,8	4,0	3,9	4,0	3,9	4,0	4,1
BFR	160	170	156	148	170	180	186
Endettement Net	499	496	268	314	376	393	394
Gearing (%)	71%	63%	27%	32%	38%	39%	38%
Trésorerie	81	74	209	137	84	67	66
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	-23	11	-14	-9	22	9	7
CAPEX Brut	71	140	59	73	65	70	70
Taux d'IS normatif	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
FCF Affiché	83	-9	130	130	101	130	151
Dividendes (n-1)				60	68	68	68
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x) Récurrent			18,0	20,4	23,4	20,2	17,5
D/Y (%)			4,1%	4,1%	3,9%	3,9%	4,2%
P/B (x)			1,27	1,69	1,75	1,72	1,67
VE/EBE (x)			7,52	8,72	9,58	8,67	7,94
VE/CA (x)			1,12	1,36	1,48	1,39	1,31
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période			183	209	216	216	216
BPA Récurrent			10,2	10,2	9,2	10,7	12,3
DPA			7,5	8,5	8,5	8,5	9,0
ANA			144	124	123	125	129

Récurrent : ajustés du don Covid

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : Calculs & Estimations AGR

CMT

POIDS DANS LE SECTEUR | **14%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **3%**

| **MINES** |

3 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition janvier 2021

UN EFFET RATTRAPAGE SIGNIFICATIF DES RÉSULTATS EN 2021 PORTÉ PAR L'ACTIVITÉ ARGENT

Impact sur le Coût du Capital

La CMT affiche le meilleur profil risque du secteur minier à travers un coût du capital de 8,65%. Un niveau de WACC du titre considéré parmi les plus faibles et ce, depuis son IPO en 2008.

À compter de 2020, le titre bénéficie d'un bêta relativement bas pour le cas du secteur minier (soit de 1,19) en raison d'une diversification intéressante de ses activités entre métaux de base et métaux précieux. L'effet de levier cible de l'opérateur est relativement limité, représentant 15% de la structure financière.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2017	2018	2019	2020	Var 19-20
WACC	10,77%	10,07%	8,65%	8,65%	-
BETA	1,32	1,31	1,15	1,19	+3,5%
PDR Actions	6,60%	6,00%	6,00%	6,10%	+10 PBS
BDT 10 ans	3,29%	3,37%	2,69%	2,38%	-31 PBS
Levier cible retenu	15%	15%	15%	15%	-

Scénario de croissance 2020-2022

Durant la période 2020-2022, la CMT afficherait une solide reprise de son EBE de plus de 70%. Cette orientation positive se justifierait par deux principaux leviers. D'une part, les niveaux très lucratifs des cours de l'Argent dont la contribution aux revenus devrait dépasser les 33% sur la période prévisionnelle contre 28% en 2019. D'autre part, le relèvement attendu de la production d'environ 10% à compter de 2022 suite à l'entrée en production du nouveau puits.

Avec un gain de 10,6 pts de la marge d'EBE durant la période 2020-2022, la CMT afficherait l'une des meilleures progressions de la cote en termes de création de valeur, soit de +52,7% passant de 2,37 à 3,62.

La capacité de l'opérateur de préserver un *cash-conversion* au-dessus des 75% favoriserait un niveau de distribution de dividende attractif. Nous anticipons un DPA moyen de 100 DH durant la période étudiée équivalent à un D/Y de 6,2%. Il s'agit de l'un des meilleurs spreads par rapport au rendement des BDT-5 ans, soit près de 3 fois.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	VAR 20-22
Revenus	522	465	564	638	37,2%
Croissance	-0,8%	-10,9%	21,3%	13,1%	-
EBE	267	204	295	348	70,6%
Marge EBE	51,1%	44,0%	52,4%	54,6%	+10,6 pts
Cash-Conversion	68,3%	97,1%	70,6%	76,3%	-20,8 pts
ROCE	27,7%	20,5%	29,3%	31,3%	+10,8 pts
ROCE/WACC[1]	3,20	2,37	3,39	3,62	52,7%
DPA (DH)	-	75	100	120	60,0%
D/Y	0,0%	4,9%	6,3%	7,5%	+2,6 pts
Spread de rendement[2]	-240 PBS	+280 PBS	+420 PBS	+540 PBS	+260 PBS
Multiple VE/EBE	10,60x	12,05x	8,72x	7,40x	-38,6%

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : 1 850 DH
ANCIEN : 1 390 DH

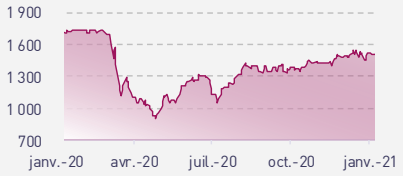
RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : 27%

DONT PERFORMANCE : 15,6%

DONT DIVIDENDE : 11,2%

COURS AU 21/01/21 : 1 600 DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020



INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
CMT	12,3	33,3	-8,0
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
CMT	1,3	1,0	1,2
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			2 690
En M$			302

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

LAMYAE OUDGHIRI– Manager

Source : Calculs & Estimations AGR

CMT MINES | MAROC | BLOOMBERG: CMT MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
CA Publié	-8,0%	5,6%	13,3%	-0,8%	-10,9%	21,3%	13,1%
EBE Ajusté	-12,6%	4,0%	18,4%	-4,2%	-23,3%	44,6%	17,8%
RNPG Affiché	-14,2%	-0,3%	22,3%	-8,5%	-34,5%	59,2%	15,7%
DPA	-64,4%	122,9%	58,9%	-	-	33,3%	20,0%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	51,4%	50,6%	52,9%	51,1%	44,0%	52,4%	54,6%
Marge Opérationnelle	43,0%	41,9%	46,0%	43,5%	35,3%	44,4%	45,2%
Taux d'IS Apparent	18,7%	18,9%	18,3%	19,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Marge Nette	37,6%	35,5%	38,3%	35,3%	26,0%	34,1%	34,9%
FCF/CA	17,2%	32,5%	52,2%	26,8%	29,8%	26,3%	32,3%
ROE Affiché	27,2%	26,4%	28,3%	30,2%	16,5%	24,1%	26,1%
Payout Affiché	48,9%	109,3%	142,0%	-	98,4%	87,5%	90,7%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
CA Publié	439	464	526	522	465	564	638
EBE	226	235	278	267	204	295	348
REX	189	194	242	227	164	250	288
Impôt	38	38	45	44	32	48	56
Résultat Net	165	165	201	184	130	192	222
Minoritaires	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
RNPG Affiché	165	165	201	184	121	192	222
RNPG Récurrent	165	165	201	184	128	192	222
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres Consolidés	607	691	712	611	731	797	852
Minoritaires	0,1	65,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Capitaux Propres PG	607	625	712	610	731	797	852
BFR	312	312	190	227	200	237	261
Endettement Net	74	4	-92	52	-90	-114	-115
Gearing (%)	12%	1%	-13%	9%	-12%	-14%	-14%
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	87	1	-122	37	-27	37	25
CAPEX Brut	32	53	78	66	60	60	60
Taux d'IS normatif	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	20,0%	20,0%	20,0%
FCF Affiché	76	151	274	140	138	148	206
Dividendes (n-1)	227	81	180	286	-	126	168
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x) Récurrent	13,8	15,6	10,8	15,0	19,9	14,0	12,1
D/Y (%)	3,6%	7,0%	13,1%	-	4,9%	6,3%	7,5%
P/B (x)	3,74	4,12	3,06	4,54	3,49	3,37	3,16
VE/EBE (x)	10,37	10,97	7,50	10,60	12,05	8,72	7,40
VE/CA (x)	5,33	5,56	3,97	5,41	5,30	4,57	4,04
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période	1 350	1 531	1 297	1 649	1 518	1 600	1 600
BPA Récurrent	98	98	120	110	76	114	132
DPA	48	107	170	-	75	100	120
ANA	361	372	423	363	435	474	507

Récurrent : ajustés du don Covid de 10 MDH

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : Calculs & Estimations AGR

SMI

POIDS DANS LE SECTEUR | **17%** |

POIDS SECTEUR DANS LA CAPITALISATION | **3%**

| **MINES** |
3 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition janvier 2021

UNE FORTE CAPACITÉ À GÉNÉRER LE CASH, FAVORISANT UN NOUVEAU CYCLE DE DIVIDENDE

Impact sur le Coût du Capital

Le coût du capital de la SMI demeure parmi les plus élevés du marché en raison d'une part, d'une structure financière désendettée ne lui permettant pas de bénéficier de l'effet de levier et d'autre part, d'une activité mono-produit impactée par la volatilité du cours de l'Argent.

Depuis 2018, le titre SMI profite tout de même de la baisse des taux au Maroc et de la bonne tenue des cours de l'Argent à l'international. En 2020, le WACC du titre ressort à des plus bas historiques, soit en dessous du seuil des 10%.

COÛT DU CAPITAL RETENU POUR LA VALORISATION DU TITRE

Paramètres	2017	2018	2019	2020	Var 19-20
WACC	11,87%	10,87%	9,89%	9,94%	+5 PBS
BETA	1,30	1,25	1,20	1,24	+3,3%
PDR Actions	6,60%	6,00%	6,00%	6,10%	+10 PBS
BDT 10 ans	3,29%	3,37%	2,69%	2,38%	-31 PBS
Levier cible retenu	-	-	-	-	-

Scénario de croissance 2020-2022

Durant la période 2020-2022, la SMI afficherait une nette amélioration de son EBE de 50%. Ce dernier profiterait d'un double effet positif : (1) un cours moyen de vente de l'Argent de 22 $/Oz à partir de 2021 contre 19,4 $/Oz en 2020 en hausse de 13,2% et (2) un retour à une production normative en 2022 de 180 T telle que annoncée par le Management (contre 144 T en 2020E).

Cette amélioration de la performance économique de l'opérateur se reflèterait positivement sur le ROCE qui devrait plus que doubler passant de 9,6% à 21,3% sur la même période. Il s'agit d'un niveau de création de valeur très intéressant sur le marché marocain de 2,15 à horizon 2022.

Grâce à un ratio *cash-conversion* supérieur à 80,0%, la SMI devrait en toute logique revenir à sa politique historique de distribution de dividende. Avec un DPA moyen de 100 DH sur la période 2020-2022, le D/Y du titre ressortirait à 5,2% soit 2,5x le rendement des BDT-5 ans.

Tenant compte d'une approche plus conservatrice en termes de production, nous ressortons avec un cours objectif du titre SMI à 2.420 DH.

COMPTES PRÉVISIONNELS 2020E-2022E

	2019	2020	2021	2022	VAR 20-22
Revenus	**852**	**865**	**1 053**	**1 185**	**37,0%**
Croissance	25,6%	1,5%	21,8%	12,5%	-
EBE	**388**	**432**	**574**	**648**	**50,0%**
Marge EBE	45,6%	50,0%	54,5%	54,7%	+4,7 pts
Cash-Conversion	**65,3%**	**93,7%**	**83,3%**	**85,7%**	**-8,0 pts**
ROCE	**8,9%**	**9,6%**	**17,6%**	**21,3%**	**+11,7 pts**
ROCE/WACC[1]	0,90	0,97	1,77	2,15	121,7%
DPA (DH)	**-**	**60**	**110**	**130**	**116,7%**
D/Y	0,0%	3,1%	5,7%	6,8%	+3,7 pts
Spread de rendement[2]	-240 PBS	+100 PBS	+360 PBS	+470 PBS	+370 PBS
Multiple VE/EBE	**6,70x**	**7,24x**	**5,32x**	**4,66x**	**-35,6%**

(1) Création de valeur économique, (2) Spread par rapport aux BDT-5 ans

RECOMMANDATION | ACHETER

COURS CIBLE | NOUVEAU : **2 420** DH
ANCIEN : 2 500 DH

RENTABILITÉ CUMULÉE 21-22 : **35%**
DONT PERFORMANCE : 26,4%
DONT DIVIDENDE : 8,8%

COURS AU 21/01/21 : **1 915** DH

ÉVOLUTION DU TITRE EN 2020

INDICATEURS MARCHÉ/ FINANCIERS

Performances (%)	3 M	6 M	12 M
SMI	-16,2	9,6	14,0
MASI	11,5	12,5	-8,0
VMQ (MDH)	**3 M**	**6 M**	**12 M**
SMI	0,6	0,9	0,7
MASI	141	102	128
Capitalisation			
En MDH			3 150
En M$			354

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

LAMYAE OUDGHIRI– Manager

Source : Calculs & Estimations AGR

SMI MINES | MAROC | BLOOMBERG: SMI MC

Croissance (%)	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E
CA Publié	7,2%	1,6%	-39,7%	25,6%	1,5%	21,8%	12,5%
EBE Ajusté	13,9%	3,1%	-75,4%	182,1%	11,4%	32,8%	12,8%
RNPG Affiché	28,7%	-18,4%	-174,8%	-151,0%	33,2%	61,7%	26,6%
DPA	-31,8%	-42,0%	-	-	NS	83,3%	18,2%
Profitabilité / Rentabilité	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Marge EBE	49,0%	49,7%	20,3%	45,6%	50,0%	54,5%	54,7%
Marge Opérationnelle	30,2%	28,9%	-22,1%	13,2%	17,5%	27,3%	30,2%
Taux d'IS Apparent	18,5%	18,3%	-2,0%	4,5%	20,0%	20,0%	20,0%
Marge Nette	26,5%	21,2%	-26,4%	10,7%	14,0%	18,6%	21,0%
FCF/CA	26,4%	22,7%	23,6%	-2,4%	23,8%	26,4%	30,0%
ROE	20,5%	16,9%	-16,3%	7,7%	9,3%	14,0%	16,9%
Payout Affiché	84,2%	59,9%	-	-	81,3%	92,2%	86,1%
P&L (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
CA Publié	1 107	1 125	678	852	865	1 053	1 185
EBE	542	559	138	388	432	574	648
REX	335	325	-150	113	151	288	358
Impôt	67	54	3	4	31	49	62
Résultat Net	293	239	-179	91	121	196	249
Bilan (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Capitaux Propres Consolidés	1 426	1 418	1 096	1 187	1 309	1 406	1 474
BFR	660	564	201	315	346	379	391
Endettement Net	26	17	1	21	-51	-96	-132
Gearing (%)	1,8%	1,2%	0,1%	1,8%	-3,9%	-6,8%	-9,0%
Trésorerie	5	6	14	7	71	116	152
Flux de Trésorerie (MDH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Variation BFR	-50	-96	-363	114	31	33	12
CAPEX Brut	257	310	311	272	200	200	200
Taux d'IS normatif	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	20,0%	20,0%	20,0%
FCF Affiché	292	255	160	-20	205	278	355
Dividendes (n-1)	362	247	143	-	-	99	181
Multiples de valorisation	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
P/E (x)	15,7	20,7	NS	28,3	26,2	16,0	12,7
D/Y (%)	5,4%	2,9%	-	-	3,1%	5,7%	6,8%
P/B (x)	3,23	3,48	2,30	2,17	2,43	2,24	2,14
VE/EBE (x)	8,54	8,86	18,35	6,70	7,24	5,32	4,66
VE/CA (x)	4,19	4,40	3,73	3,05	3,62	2,90	2,55
Données par Action (DH)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020A**	**2021E**	**2022E**
Cours fin de période	2 800	3 000	1 535	1 568	1 935	1 915	1 915
BPA	178	145	-109	55	74	119	151
DPA	150	87	-	-	60	110	130
ANA	867	862	666	722	796	855	896

Cours arrêtés au 21 janvier 2021

Source : 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 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

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

MANAGER
Maria Iraqi
+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

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

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

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 54 42 98
t.loudiyi@attijariwafa.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 Darwich
+202 27 97 04 80
ahmed.darwich@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