RESEARCH REPORT

EQUITY

NOVEMBRE 2021

POINT D'ANALYSE : TGCC

INTRODUCTION EN BOURSE

03 | TGCC : Une « marque de référence » au sein du secteur du bâtiment

04 | Un « Timing » boursier favorable aux opérations d'introduction

05 | Une capacité à surperformer le BP..., la question du financement futur s'impose

06 | Matrice AGR : Facteurs d'assurance Vs. Facteurs de vigilance

Attijari Global Research

Rapport à usage institutionnel

IPO TGCC - SOUSCRIRE

SECTEUR | BTP |

EXECUTIVE SUMMARY

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

L'introduction en Bourse de la société TGCC est la 1ère opération sur le marché marocain en 2021 avec un montant global de 600 MDH. TGCC est un opérateur de « référence » au sein du secteur du bâtiment. Grâce à sa contribution aux projets d'infrastructure structurants au Maroc, TGCC a pu construire au fil de la dernière décennie une véritable « marque » dans le secteur du bâtiment.

Au terme de notre analyse de la Notice d'Informations de l'IPO et sur la base de nos échanges avec le Management, **nous ressortons avec un avis favorable quant à la souscription à cette opération**.

Concrètement, nous croyons que le « Timing » d'introduction en Bourse conjugué à la capacité du Management à surperformer son BP durant la période 2021E-2022E devraient prendre le dessus sur les facteurs de risque à MLT. Ces derniers concernent principalement le poids prépondérant de la Valeur Terminale, le risque financier lié à l'évolution du BFR et enfin, le manque de visibilité quant au processus de sortie du fonds d'investissement *MC II Concrete.*

Plus en détails, notre analyse fait ressortir 5 messages clés concernant l'introduction en Bourse de la société TGCC :

(1) Avec une seule tranche proposée aux différents profils d'investisseurs, cette opération semble favoriser davantage les personnes physiques. Tenant compte de leur taille, les Institutionnels devraient privilégier une implémentation directe auprès du fonds *MC II Concrete* et ce, dans le cadre d'une éventuelle sortie sur le MT ;

(2) Cette nouvelle introduction s'inscrit dans un contexte boursier porteur. D'une part, l'appétit des investisseurs envers les Actions atteint des plus hauts historiques au T4-21. D'autre part, l'intérêt croissant des gérants de fonds envers la thématique infrastructure, particulièrement post-crise sanitaire, devrait soutenir une dynamique positive du titre TGCC en Bourse.

En effet, le Maroc devrait entamer un cycle favorable d'investissement se traduisant par un taux de croissance du secteur des BTP au moins deux fois supérieur à celui du PIB ;

(3) Le Business Plan présenté lors de cette IPO n'intègre pas plusieurs leviers de croissance, à savoir : l'effet de rattrapage des niveaux de marge, les revenus issus des filiales africaines, la croissance externe et enfin, la diversification des activités vers les Barrages & Ports. Dans ces conditions, le Management serait en mesure de surperformer son BP sur la période 2021E-2022E et par conséquent, d'améliorer ses ratios de valorisation comparativement au marché Actions ;

(4) Le poids important du BFR au niveau du Bilan conjugué à un taux d'endettement relativement élevé mettent en avant deux facteurs de vigilance sur le MT. D'une part, l'impact d'un éventuel rallongement des délais clients sur la capacité de génération du cash. D'autre part, la marge de manœuvre future pour le financement d'une croissance plus soutenue ;

(5) Le poids prépondérant de la Valeur Terminale dans la Valeur d'Entreprise (soit de 78%) ne semble pas tenir compte de certaines spécificités de TGCC, notamment le poids de l'homme clé, le profil familial de la société et la cyclicité relative de l'activité du BTP par rapport aux secteurs plus résilients à l'image des Télécoms et de la Grande Distribution.

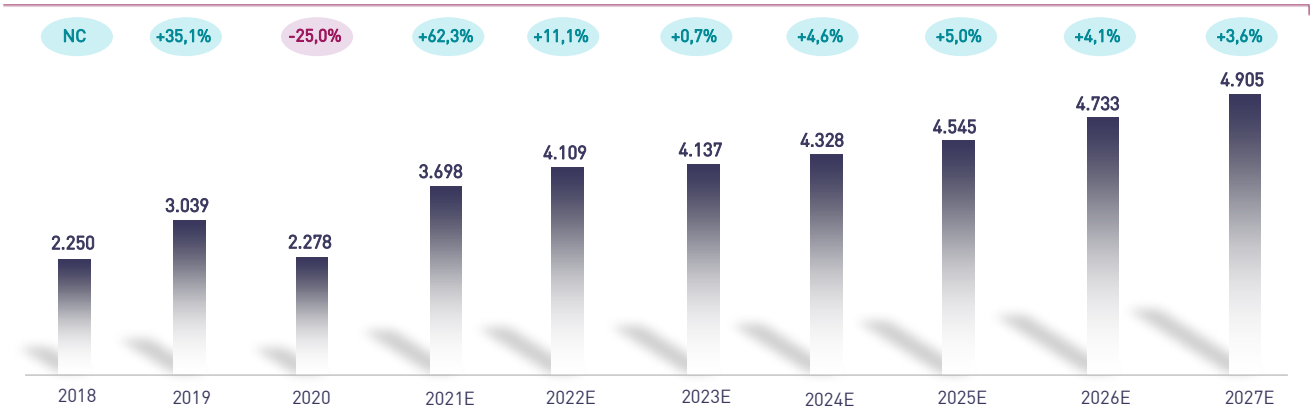
TGCC : UNE « MARQUE DE RÉFÉRENCE » AU SEIN DU SECTEUR DU BÂTIMENT

Le Groupe TGCC est considéré comme étant un opérateur de référence au niveau du secteur du bâtiment au Maroc. Il compte à son actif plusieurs projets d'envergure dans différents secteurs d'activité. Nous citons à titre d'exemples : la tour Mohammed VI à Rabat, l'extension du terminal 1 de l'aéroport Mohammed V à Casablanca, l'aéroport de Marrakech, le Grand Stade de Tanger, le Grand Théâtre de Casablanca, des hôtels au Maroc et en Afrique Sub-Saharienne….

Aujourd'hui, l'opérateur souhaite accélérer son développement à travers l'activation de 3 leviers pour un investissement global de 300 MDH. Il s'agit de : **(1)** ***la diversification*** à travers la montée en charge progressive des projets relatifs aux Barrages et aux Ports, **(2)** ***l'internationalisation*** en Afrique où le Groupe est déjà présent en Côte d'Ivoire, au Sénégal ainsi qu'au Gabon et enfin, **(3)** ***la verticalisation*** via la croissance externe et/ou la création de nouvelles filiales.

Le chiffre d'affaires du Groupe devrait poursuivre une dynamique de croissance positive en franchissant les 4,0 MMDH en 2022 et les 4,9 MMDH à horizon 2027. Il s'agit ainsi d'un TCAM cible deux fois supérieur à celui du PIB, soit autour des 5,0% durant la période 2021E-2027E.

TGCC : ÉVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES SUR LA PÉRIODE 2018R-2027E (MDH)

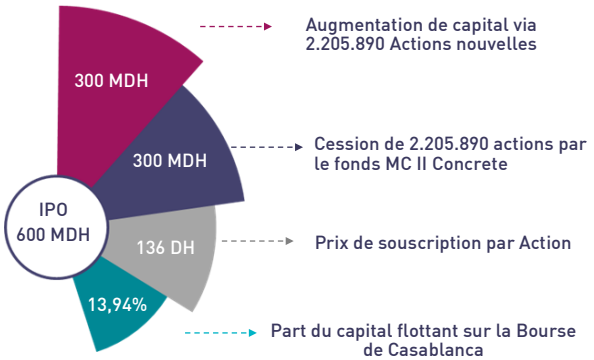


UNE STRUCTURATION DE L'IPO « CUSTOMISÉE » AUX INVESTISSEURS INDIVIDUELS

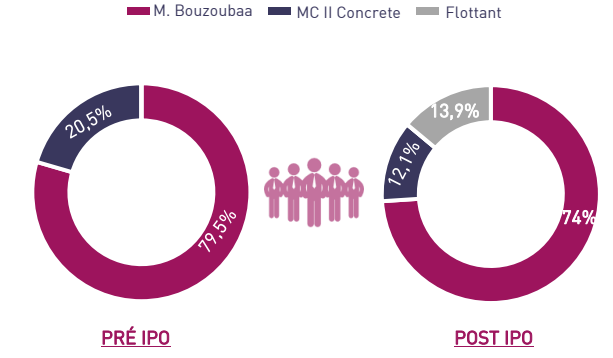
L'introduction en Bourse de TGCC est la première opération en 2021 après celle d'Aradei Capital en 2020. Celle-ci sera effectuée via une augmentation de capital de 300 MDH et une cession de 300 MDH par le fonds d'investissement *MC II Concrete*, soit un montant global de 600 MDH. Ces deux opérations portent sur un nombre d'actions de 4.411.780 au prix unitaire de 136 DH. Post IPO, le capital flottant de la société serait tout de même limité à 14,0% contre une moyenne de 25,7% pour le secteur coté des BTP.

Cette IPO propose une seule tranche dédiée aux différents profils d'investisseurs. Ainsi, ce type de structuration privilégie davantage les personnes physiques. Tenant compte de leur taille, les Institutionnels privilégieraient une implémentation directe auprès du fonds d'investissement *MC II Concrete* et ce, dans le cadre d'une éventuelle sortie sur le MT.

TGCC: CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'IPO



TGCC : STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT PRÉ ET POST IPO



Source : NI TGC

UN « TIMING » BOURSIER FAVORABLE AUX OPÉRATIONS D'INTRODUCTION

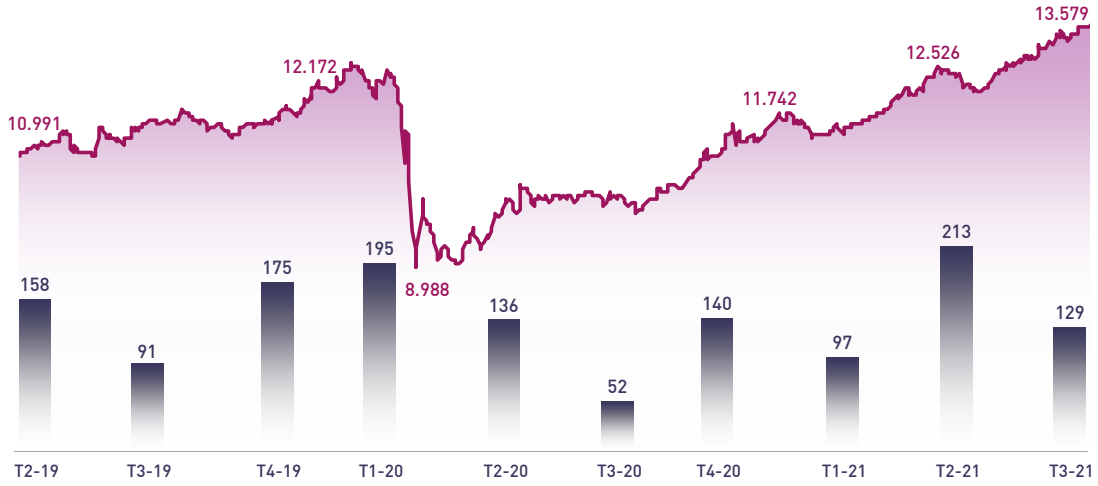
L'introduction en Bourse du Groupe TGCC intervient dans un « Timing » boursier globalement favorable. Celui-ci devrait soutenir le comportement du titre post-cotation. Plusieurs arguments soutiennent cet avis :

(1) L'indice MASI bénéficie d'un momentum positif depuis le T2-20 se concluant par le franchissement à la hausse du seuil psychologique des 13.000 points en septembre 2021. A cet effet, le marché a atteint un plus haut de 13 ans à 13.579 points et ce, en date du 28 octobre 2021 ;

(2) L'intérêt grandissant envers les Actions se reflète à travers un VMQ moyen de 171 MDH depuis le T2-21, supérieur de 32,0% par rapport à la moyenne observée durant la période 2019-2020. Cette tendance confirmerait l'attractivité des Actions dans un contexte durable de Taux bas au Maroc ;

(3) La confirmation de la reprise économique depuis le T3-21 et les publications semestrielles positives des sociétés cotées ont impliqué une révision à la hausse des prévisions de croissance bénéficiaire du marché sur la période 2021E-2022E (Cf. *Révision des prévisions de croissance 2021E-2022E*)

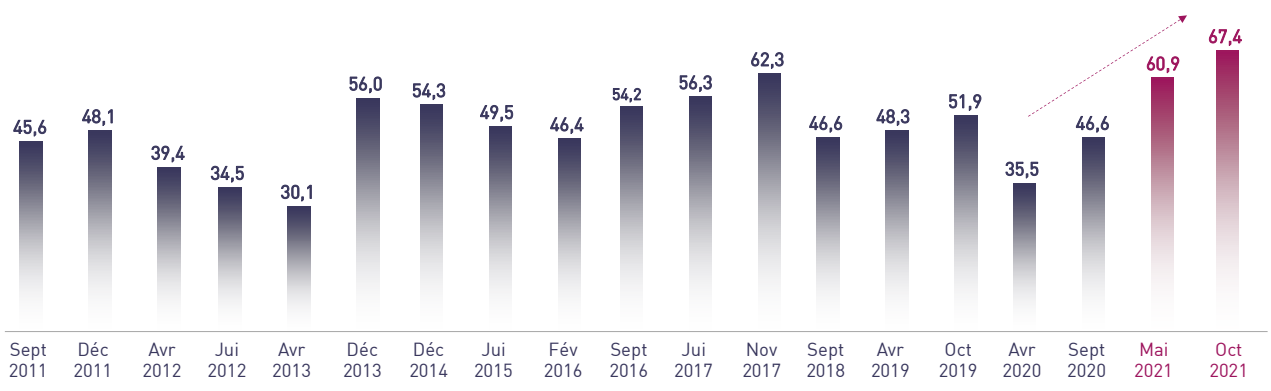
ÉVOLUTION DE L'INDICE MASI (POINTS) VS. VOLUME MOYEN QUOTIDIEN DU MARCHÉ CENTRAL (MDH)



La soutenabilité de la tendance haussière du marché Actions est justifiée par la nette amélioration de la confiance des investisseurs en Bourse. Les résultats de l'AGR Indice de Confiance au titre des trois dernières éditions en attestent. Cet indice est passé d'un plus bas de 7 ans en avril 2020 (35,5 points) à un plus haut historique en octobre 2021 (67,4 points). (Cf. *La confiance envers les Actions atteint un nouveau record*).

À l'analyse des résultats de l'AGR Indice de Confiance, nous relevons une amélioration des anticipations des investisseurs envers la qualité de la reprise économique ainsi qu'envers les réalisations financières des sociétés cotées en 2021.

ÉVOLUTION DE L'AGR INDICE DE CONFIANCE DEPUIS 2011 (POINTS)



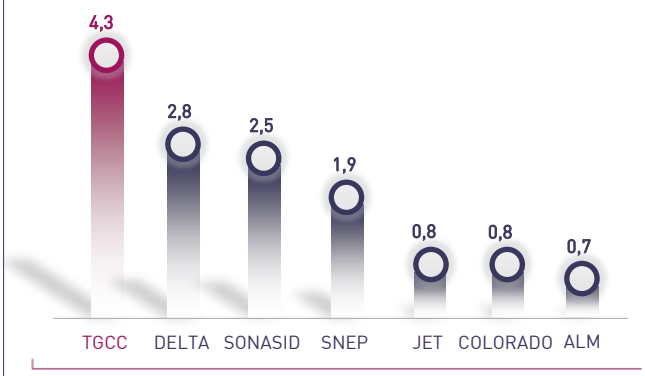
Sources : BVC, Calculs & Sondage AGR

UNE VALEUR BÉNÉFICIANT DE L'INTÉRÊT CROISSANT ENVERS LA THÉMATIQUE « INFRASTRUCTURE »

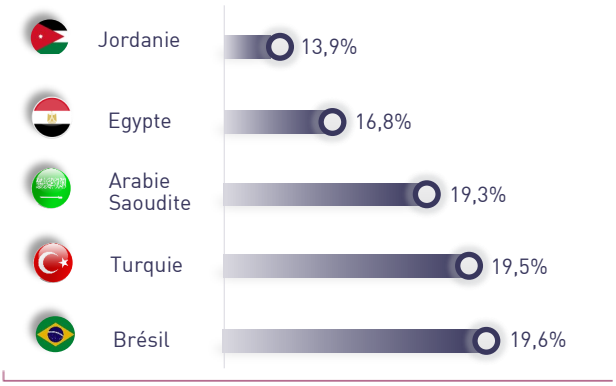
Avec une capitalisation boursière de 4,3 MMDH, TGCC serait la valeur de référence du secteur du BTP coté, devançant Delta Holding (2,8 MMDH), Sonasid (2,5 MMDH), SNEP (1,9 MMDH) et Jet Contractors (0,8 MMDH). Ce positionnement permettrait au titre TGCC de gagner en visibilité. En effet, en marge des politiques de relance économique post-Covid, la thématique « infrastructure » semble susciter un intérêt grandissant auprès des gérants de fonds souhaitant s'exposer aux marchés africains.

La représentativité sectorielle des places boursières comparables au Maroc atteste de l'importance de la thématique « infrastructure » qui pèse entre 13,0% et 20,0% en termes de capitalisation, comme illustré sur le graphique ci-dessous. Suite à l'introduction en Bourse de TGCC, le poids de ce secteur d'activité évoluerait de 12,6% à 13,3% pour le cas du marché boursier marocain, lui permettant ainsi de se rapprocher davantage de son benchmark international.

SECTEUR BTP COTÉ : CAPITALISATIONS BOURSIÈRES (MMDH)



BOURSES MONDIALES : POIDS DU SECTEUR INFRA (%)



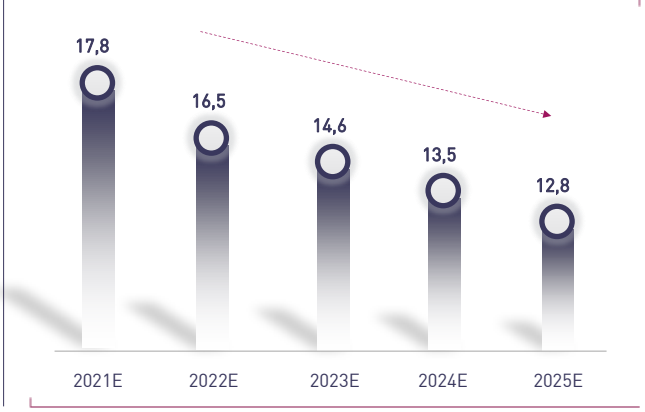
UNE CAPACITÉ À SURPERFORMER LE BP..., LA QUESTION DU FINANCEMENT FUTUR S'IMPOSE

À l'analyse du Business Plan du Groupe TGCC communiqué au niveau de la Notice d'Informations, nous relevons que celui-ci ne tient pas compte d'un certain nombre de leviers. Nous citons à titre d'exemples : (1) la normalisation attendue de la marge brute sous l'effet de l'intégration de la hausse des cours des matières premières au niveau des nouveaux projets, (2) la volonté du Management de s'orienter vers de nouveaux segments porteurs à l'image des Barrages & Ports et enfin, (3) les projets africains dont la contribution aux revenus serait plus visible durant les cinq années à venir.

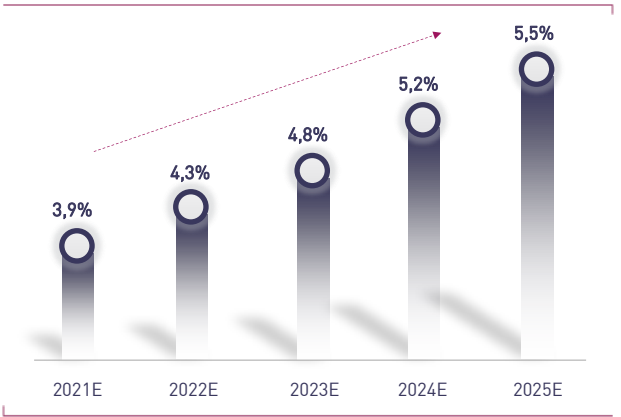
Techniquement, le Groupe serait en mesure de surperformer son Business Plan de l'IPO durant la période 2021E-2022E tant au niveau des bénéfices que du dividende. Toutefois, le financement d'une croissance plus soutenue dans le futur suscite certaines interrogations. Tenant compte d'un Gearing de plus de 100% (pré-money), le recours à des opérations d'augmentation de capital est un scénario plausible sur la période 2022E-2025E.

Indépendamment de la question de financement, l'amélioration des niveaux de valorisation du titre TGCC serait justifiée par la dynamique positive du secteur des BTP sous l'effet d'une part, d'un retour plus visible de la commande publique et d'autre part, de l'émergence de nouveaux relais de croissance à l'image des secteurs de la santé et de l'éducation.

TGCC : ÉVOLUTION DU P/E(x) POST MONEY 2021E-2025E



TGCC : ÉVOLUTION DU D/Y POST MONEY 2021E-2025E



Sources : NI TGCC, BVC, Bloomberg, Calculs AGR

MATRICE AGR : FACTEURS D'ASSURANCE VS. FACTEURS DE VIGILANCE

MATRICE AGR

Facteurs d'Assurance

Un « Timing » boursier favorable aux IPOs

Un contexte boursier marqué par un fort appétit pour le risque, un intérêt croissant pour les valeurs de rendement et un marché des Taux peu attractif.

Un fort intérêt pour la thématique « Infra »

La capacité de TGCC à capter la dynamique de croissance du secteur des BTP au Maroc grâce à son positionnement et à sa stratégie de développement. À cet effet, le titre pourrait susciter l'intérêt des investisseurs souhaitant intégrer la thématique infrastructure dans leur stratégie de placement.

Une capacité à surperformer le BP de l'IPO

La société TGCC dispose de plusieurs leviers lui permettant de surperformer son BP en termes de bénéfices et de dividende : (1) la prise en compte d'un taux de marge et d'un payout conservateurs, (2) la non intégration des revenus Afrique, de la croissance externe et de la diversification des activités (Barrages/Ports).

Nous relevons une augmentation des capacités des cimentiers dans la zone du Sud, anticipant ainsi une nouvelle dynamique d'investissement.

Une attractivité relative des ratios boursiers

Tenant compte d'un TCAM des bénéfices de 10,4% sur la période 2021E-2023E et d'un payout de 70%, le titre TGCC afficherait un couple P/E-D/Y relativement attractif par rapport au marché soit de 14,6x et 4,8% au terme de cette période.

Pour rappel, l'indice MASI a atteint un plus haut de 13 ans en octobre 2021 à plus de 13.500 pts avec un couple P/E-D/Y 2022E de 24x et 3,3%.

Facteurs de Vigilance

Un poids prépondérant de la Valeur Terminale

Un poids élevé de la Valeur Terminale, soit 78% de la Valeur d'Entreprise. Le modèle de valorisation ne tient pas compte de certaines spécificités de TGCC : (1) le poids de l'homme clé, (2) le profil familial de la société, et (3) la cyclicité relative du secteur de la construction en comparaison aux secteurs des Télécoms ou encore de la Grande Distribution.

Une forte sensibilité à l'évolution du BFR

Un éventuel rallongement des délais clients ou encore un ralentissement de l'activité auraient un impact visible sur la génération du cash et par conséquent, sur le risque financier de la société. En effet, le poste créances clients pèse près de la moitié du total Actif avec un Gearing de plus de 100% (pré-money).

Les délais de règlement et la qualité des créances clients constituent une problématique majeure du secteur des BTP surtout en marge des répercussions de la crise sanitaire.

Un manque de visibilité sur la sortie du Fonds

Avec la cession de 1/3 de ses participations dans TGCC, le fonds « *MC II Concrete* » semble s'inscrire davantage dans une optique de sortie sur le MT.

Le manque de visibilité quant à ce processus pourrait peser sur la décision des investisseurs Institutionnels quant à l'implémentation à CT du titre dans leurs portefeuilles.

Sources : NI TGCC, Analyse 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 ÉCONOMIE
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
Casablanca

SENIOR ANALYST
Ines Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST
Felix Dikosso
+237 233 43 14 46
f.dikosso@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 20 21 98 26
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad
+225 20 21 98 26
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Sammy N.Ekambi
+237 678 43 87 19
s.ekambi@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 24
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

Mahmoud Bahaa
+202 27 97 04 80
mahmoud.bahaa@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