

RESEARCH REPORT

EQUITY

NOVEMBRE
2021

| MAROC | SEMESTRIEL 2021
Résultats des sociétés cotées

RÉVISION DES **PRÉVISIONS** DE CROISSANCE 2021E-2022E

- 03 | Sociétés cotées : Réalisations au S1-21
- 07 | Révision des prévisions de croissance des Bénéfices 2021E-2022E
- 08 | Révision des prévisions de croissance du Dividende 2021E-2022E
- 09 | Réajustement de notre portefeuille « Cash-Conversion »



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

Le fort rebond des bénéfices de la cote au terme du premier semestre de l'année 2021 ne constitue pas une grande surprise pour le marché Actions. L'anticipation d'un tel scénario était justifiée par la confirmation de la reprise de la Demande locale suite à l'amélioration continue de la situation sanitaire ainsi que par un effet de base très faible au S1-20 sous l'effet de la constatation des dons aux fonds Covid-19.

Tenant compte des réalisations financières récurrentes de la cote, de nos différents échanges avec le Management des sociétés cotées et de notre scénario central de croissance économique, nous avons opéré les réajustements suivants :

- Une révision à la hausse de nos estimations de la **croissance bénéficiaire** 2021 de notre univers de valeurs⁽¹⁾, passant de +14% initialement à +22,4% actuellement. Pour l'exercice 2022, notre prévision des bénéfices ressort à +7,6% ;
- Une révision de la masse des dividendes de notre univers de valeurs⁽¹⁾ de +18,1% en 2021 et de +7,8% en 2022. À cet effet, le rendement de dividende moyen ressort à 3,1% sur la période prévisionnelle ;
- Un réajustement de notre portefeuille de recommandations sous la thématique du « Cash-Conversion ». Afin de préserver les objectifs de notre portefeuille en termes de génération de cash et de rendement de dividende, nous avons procédé :
 - ⇒ À la sortie des valeurs SMI et Cosumar ;
 - ⇒ À l'intégration des valeurs LafargeHolcim Maroc et Eqdom.

Ce rapport constitue ainsi une occasion pour partager avec les investisseurs nos prévisions de croissance actualisées de notre univers d'investissement l'AGR-30. Celui-ci pèse près de 85% dans la capitalisation boursière du marché et 89% des bénéfices agrégés de la cote.

Maria IRAQI

Manager

+212 529 03 68 01

m.iraqui@attijari.ma

Omar CHERKAoui

Associate

+212 5 22 49 14 82

o.cherkaoui@attijari.ma

(1) L'univers de valeurs AGR-30 est composé de 30 sociétés opérant dans 13 secteurs d'activité et représentant 85% de la capitalisation boursière



PARTIE 1

SOCIÉTÉS COTÉES : RÉALISATIONS AU S1-21



UN DOUBLEMENT DES BÉNÉFICES AFFICHÉS DE LA COTE AU S1-21...



... SOUS L'EFFET DE LA CONTRIBUTION DES SECTEURS
FINANCIER, CIMENT ET TÉLÉCOMS



UN DOUBLEMENT DES BÉNÉFICES AFFICHÉS DE LA COTE AU S1-21...

Au S1-21, les revenus agrégés des 73 sociétés cotées affichent une hausse de +7,6% à 127 MMDH portés par la reprise confirmée de l'activité économique post-crise sanitaire. En termes de rentabilité, nous relevons trois constats majeurs :

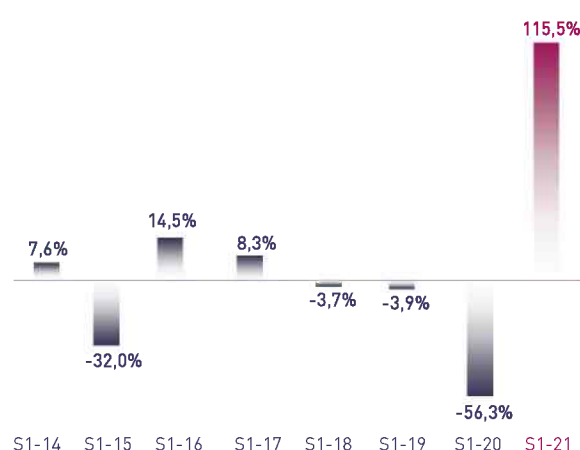
- Le résultat d'exploitation de la cote affiche une progression plus soutenue que l'activité, soit de +56,0%. A l'origine de cette surperformance, la baisse du coût du risque des banques cotées de -33,3% à fin juin 2021 couplée à la non récurrence des dons au fonds Covid-19 ayant été comptabilisés en partie au niveau des charges d'exploitation ;
- Après une baisse sensible de -56,3% au S1-20, la masse bénéficiaire agrégée des émetteurs cotés a plus que doublé au S1-21. Ces derniers affichent une reprise solide de leurs bénéfices semestriels de +115,5% à 14,8 MMDH. Cette appréciation significative est principalement attribuée à l'amélioration du REX conjuguée à la non récurrence des contributions au fonds Covid-19 ;
- Retraite des dons au fonds Covid-19 qui s'élèvent à plus de 6,5 MMDH (dont 90% comptabilisé au S1-20), le marché Actions enregistre une progression récurrente de +38,4% de ses profits sur la même période.

MARCHÉ : PRINCIPAUX INDICATEURS CONSOLIDÉS (MDH)

En MDH	S1-20	S1-21	Var [%]
Revenus agrégés	118.016	126.989	+7,6%
REX	17.349	27.059	+56,0%
Marge opérationnelle	14,7%	21,3%	+6,6 pts
RNPG affiché	6.863	14.786	+115,5%
RNPG récurrent	10.685	14.786	+38,4%

Le RNPG récurrent est réajusté uniquement des dons au fonds Covid-19

MARCHÉ : CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE SEMESTRIELLE



À la lecture des résultats semestriels 2021, nous relevons que 54 sociétés cotées ont publié des bénéfices en hausse comparativement au S1-20, soit 93% de la capitalisation globale du marché. À l'inverse, 19 émetteurs représentant 6% seulement de la capitalisation boursière ont accusé une baisse de leurs profits. Par ailleurs, 15 sociétés cotées affichent un résultat net déficitaire représentant près de 2% de la capitalisation boursière du marché.

Enfin, 2 sociétés cotées ont publié un profit warning annonçant un repli significatif de leurs bénéfices à fin juin 2021. Il s'agit de M2M Group et de Balima.

TABEAU DE BORD DES RÉSULTATS DES SOCIÉTÉS COTÉES AU S1-21

INDICATEURS CLÉS	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	% DANS LA CAPITALISATION	
Contribution à la hausse des profits	54	93%	
Contribution à la baisse des profits	19	6%	
Déficitaires	15	2%	
Profit Warning	2	0,1%	

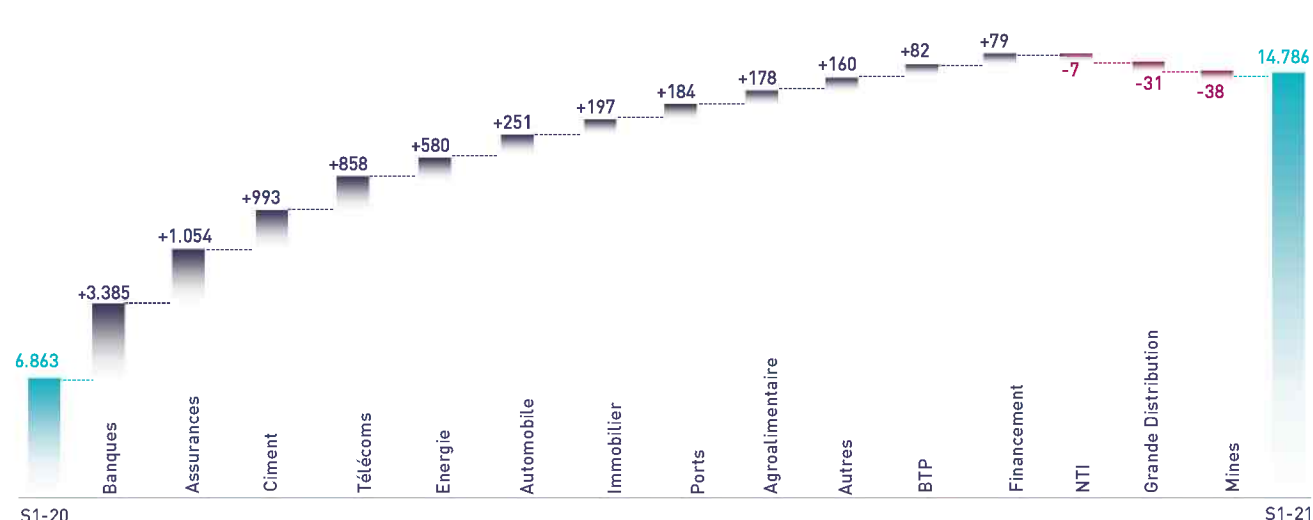
Sources : États financiers des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

... SOUS L'EFFET DE LA CONTRIBUTION DES SECTEURS FINANCIER, CIMENT ET TÉLÉCOMS

L'analyse de la contribution des secteurs cotés à la variation de la masse bénéficiaire du marché Actions au S1-21 révèle les constats suivants :

- Les secteurs Banques, Assurances, Ciment, Télécoms et Energie affichent une hausse cumulée de leurs bénéfices de +6.868 MDH, expliquant 87% de l'évolution globale de la masse bénéficiaire du marché ;
- Dans une moindre mesure, les secteurs Automobile, Immobilier, Ports, Agroalimentaire, BTP et Financement ont contribué à hauteur de 12% à la variation globale des bénéfices de la cote, à travers une progression agrégée de +972 MDH ;
- À l'inverse, seuls les secteurs NTI, Distribution et Mines accusent un recul de leurs résultats nets, soit de -77 MDH.

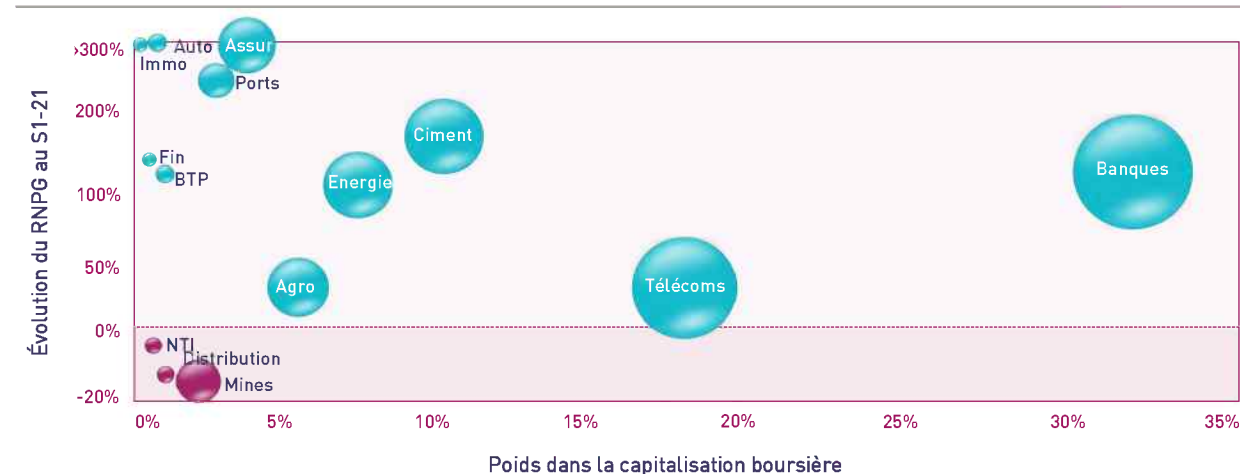
MARCHÉ : CONTRIBUTION EN MDH À LA MASSE BÉNÉFICIAIRE AFFICHÉE AU S1-21



Les principales conclusions de l'analyse des bénéfices des secteurs cotés se déclinent comme suit :

- 9 secteurs cotés, représentant plus de 84% de la capitalisation boursière, affichent des bénéfices semestriels en nette progression. Il s'agit des secteurs Automobile (+251 MDH), Ports (+252%), Ciment (+160%), Financement (+126%), BTP (+125%), Banques (+122%), Energie (+106%), Télécoms (+44%) et Agroalimentaire (+41%) ;
- Les secteurs Assurances et Immobilier, qui pèsent plus de 5% au niveau de la capitalisation du marché, renouent avec les bénéfices et ce, après avoir été déficitaires au S1-20 ;
- Seuls 3 secteurs cotés, contribuant à hauteur de 6% à la capitalisation globale, enregistrent un repli de leurs profits semestriels. Il s'agit des secteurs Mines (-19%), Grande Distribution (-16%) et NTI (-5%).

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



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



PARTIE 2

RÉVISION DE NOS PRÉVISIONS SUR LA PÉRIODE 2021E-2022E



AGR-30 : RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES
2021E-2022E



AGR-30 : RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU DIVIDENDE
2021E-2022E

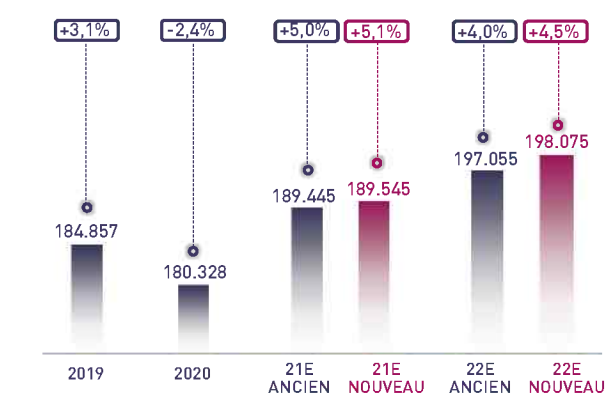
AGR-30 : RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES 2021E-2022E

Suite à la publication des résultats semestriels des sociétés cotées, nous avons jugé opportun d'actualiser nos prévisions de croissance de notre univers valeurs AGR-30. Celui-ci est composé de 30 sociétés opérant dans 13 secteurs d'activité. Cet univers représente 85% de la capitalisation globale de la cote et 89% des bénéfices agrégés du marché.

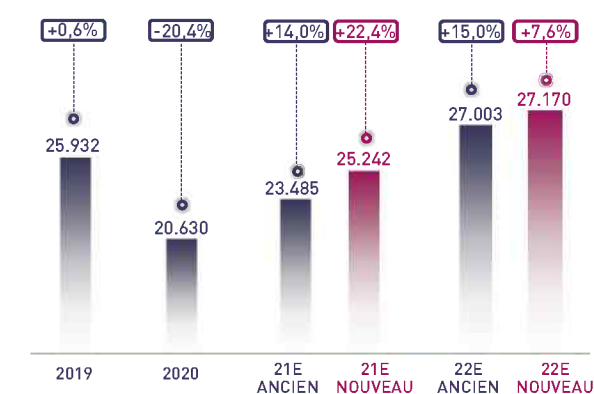
En termes de chiffre d'affaires, nous avons maintenu nos estimations pour l'année 2021 quasi-inchangées, soit une appréciation de +5,1% contre +5,0% initialement. Pour l'exercice 2022, nous avons relevé nos prévisions de croissance de +4,0% initialement à +4,5%.

En termes de bénéfices, nos anticipations font ressortir une progression de +22,4% du RNPG agrégé de l'AGR-30 en 2021 contre +14,0% prévu lors de notre rapport publié en avril dernier. A l'origine, la révision à la hausse des bénéfices des secteurs Banques, Ciment et Energie. En 2022, nous anticipons une évolution plus normalisée de la masse bénéficiaire agrégée de notre univers valeurs, soit de +7,6% contre une estimation initiale de +15,0%.

AGR-30 : ÉVOLUTION DU CA AGRÉGÉ (MDH) 2019R-2022E



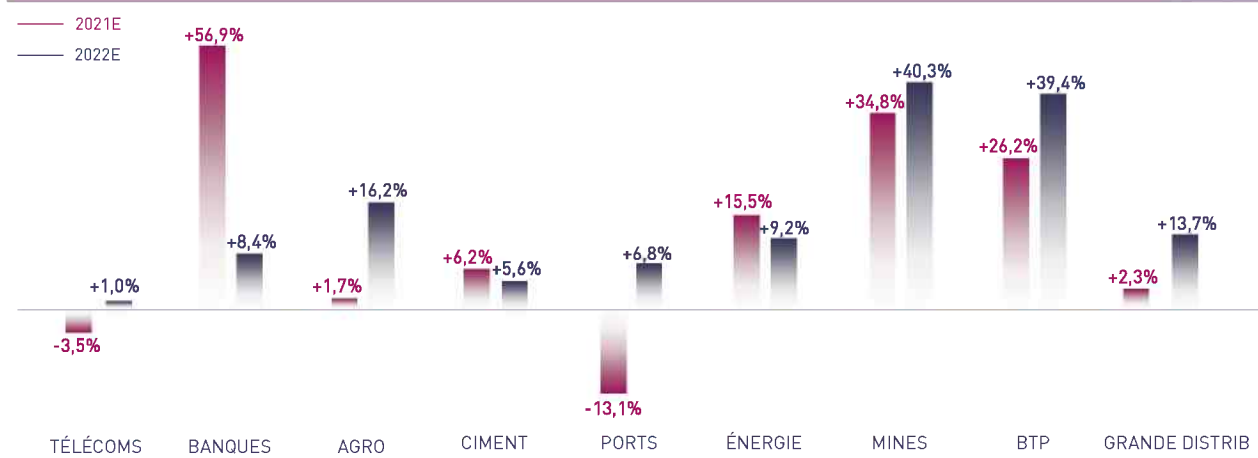
AGR-30 : ÉVOLUTION DU RNPG⁽¹⁾ AGRÉGÉ (MDH) 2019R-2022E



Sur la période 2021E-2022E, la croissance de la masse bénéficiaire agrégée de l'AGR-30 devrait être essentiellement soutenue par les secteurs suivants :

- **Banques** : Les bénéfices (hors dons) des banques cotées devraient afficher une croissance soutenue de +56,9% en 2021 et de +8,4% en 2022. Ce scénario tient compte de la normalisation attendue du coût du risque et ce, après un sur-provisionnement en 2020 en raison du manque de visibilité généré par la crise sanitaire ;
- **Ciment** : Avec un poids de près de 12% dans les bénéfices de l'AGR-30, le secteur cimentier coté devrait enregistrer une hausse moyenne de +6,0% durant la période étudiée. A l'origine, la reprise des ventes de ciment conjuguée à la bonne performance de l'outil industriel et la non récurrence de provisions financières comptabilisées au S1-20 ;
- **Energie** : Le RNPG du secteur Energétique, représenté au niveau de l'AGR-30 par Total Maroc et TAQA Morocco, devrait s'améliorer de +15,5% en 2021 et de +9,2% en 2022.

AGR-30 : CROISSANCE DES BÉNÉFICES (HORS DON) DES PRINCIPAUX SECTEURS COTÉS SUR LA PÉRIODE 2021E-2022E



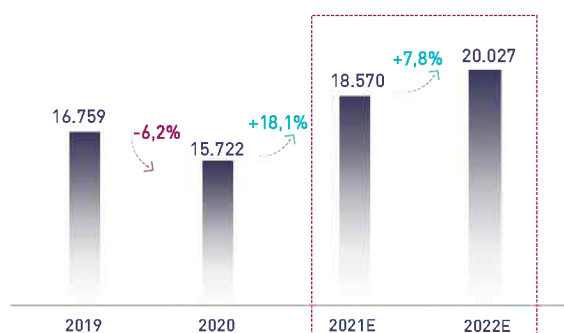
(1) Le RNPG 2020 est réajusté des dons au fonds Covid-19

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

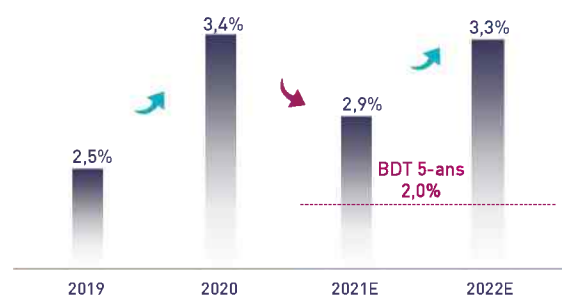
AGR-30 : RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU DIVIDENDE 2021E-2022E

En dépit d'une baisse sensible des bénéfices (hors dons) de l'AGR-30 en 2020 de -20,4%, celui-ci affiche un repli moins prononcé des dividendes annoncés, soit de -6,2% au titre du même exercice. Compte tenu de l'amélioration attendue de la rentabilité des sociétés cotées, nous anticipons une hausse des dividendes de +18,1% en 2021 et de +7,8% en 2022. En raison de la performance boursière des titres de l'AGR-30 observée en 2021, le D/Y offert devrait s'établir à 2,9% en 2021 contre 3,3% en 2022. Ces niveaux de rendement demeurent relativement plus attractifs par rapport au taux obligataire benchmark, le BDT-5 ans, qui s'établit autour de 2,0%.

AGR-30 : ÉVOLUTION DES DIVIDENDES 2019R-2022E (MDH)



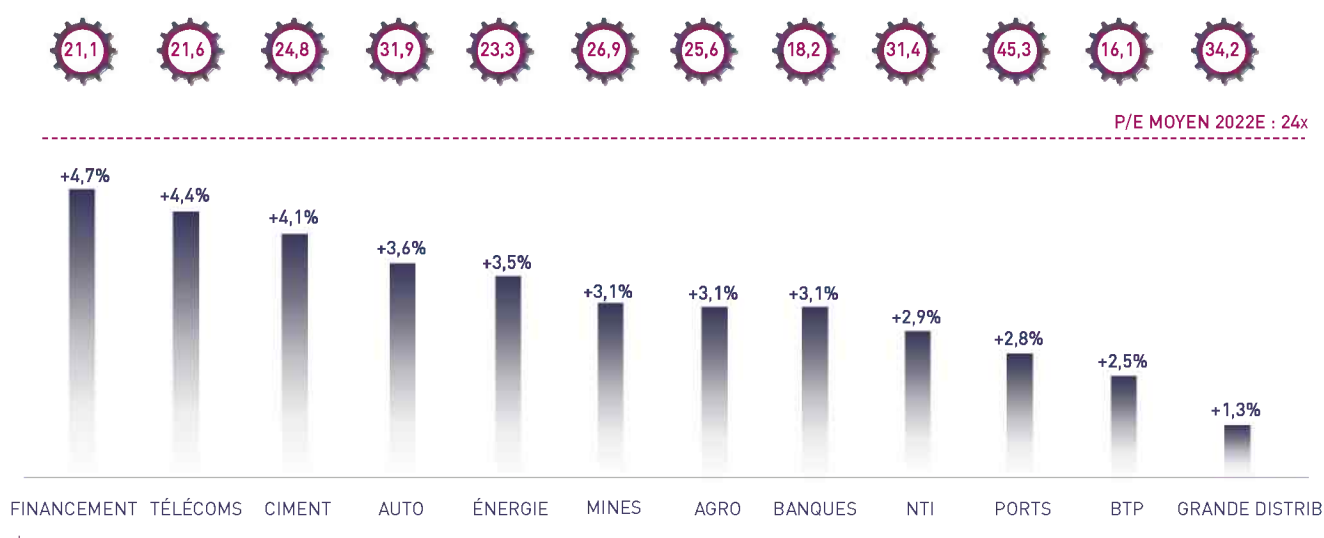
AGR-30 : RENDEMENT DE DIVIDENDE 19R-22E Vs. BDT-5Y



Parmi les secteurs de l'AGR-30 qui devraient offrir un rendement de dividende attractif, soit au-dessus de 4,0%, nous citons : (1) Les sociétés de Financement représentées par Eqdom, (2) Les Télécoms à travers Maroc Telecom qui devrait renouer progressivement avec sa politique de dividende historique à compter de 2021 et enfin, (3) Le secteur cimentier en raison de la soutenabilité d'un taux de distribution optimal.

Par ailleurs, le multiple des bénéfices devrait ressortir à des niveaux relativement élevés en 2022, soit un P/E de 24,0x. Celui-ci tient compte de l'appréciation significative des cours des titres à travers une performance boursière cumulée de 18,0% du marché Actions marocain au 25 novembre 2021.

AGR-30 : D/Y MOYEN 21E-22E Vs. P/E(x) SECTORIEL 2022E





PARTIE 3

STRATÉGIE DE PLACEMENT



RÉAJUSTEMENT DE NOTRE PORTEFEUILLE DE RECOMMANDATIONS
CASH-CONVERSION



FICHES VALEURS

RÉAJUSTEMENT DE NOTRE PORTEFEUILLE DE RECOMMANDATIONS CASH-CONVERSION

Lors de notre dernier rapport stratégique sous la thématique du Cash-Conversion publié en janvier 2021 [[Cf. Abordez l'année 2021 sous l'angle du cash-conversion](#)], nous avons recommandé aux investisseurs un portefeuille composé de huit valeurs. Ce dernier répond au mieux à notre logique d'investissement qui privilégie les valeurs ayant une capacité de défendre la génération de cash-flow et d'offrir par conséquent, un rendement de dividende durablement supérieur aux BDT 5-ans.

En date du 1^{er} novembre 2021, la rentabilité du portefeuille s'élève à 20,3% en moyenne, dont 4,1% correspond au D/Y déjà perçu et 16,3% relative à la performance boursière affichée. Au final, notre portefeuille semble atteindre les objectifs initialement fixés en termes de rendement à travers un D/Y moyen supérieur de 210 PBS par rapport aux BDT 5-ans.

PORTEFEUILLE « CASH-CONVERSION » INITIAL : RENTABILITÉ PERÇUE DEPUIS LA DATE DE RECOMMANDATION EN JANVIER 2021

Valeurs	Cours au 01/11/2021	Perf YTD	Perf depuis Recommandation	D/Y perçu	Rentabilité
MAROC TELECOM	143,5	-1,0%	-1,4%	2,8%	1,3%
CIMAR	1 875	11,7%	13,6%	6,1%	19,7%
COSUMAR	268	27,6%	19,2%	2,7%	21,8%
TOTAL MAROC	1 770	47,5%	43,3%	4,1%	47,4%
SNEP	770	65,6%	47,8%	2,9%	50,7%
MUTANDIS	255	17,0%	18,1%	3,9%	22,0%
CMT	1 711	12,7%	6,9%	7,5%	14,4%
SMI	1 584	-18,1%	-17,3%	2,6%	-14,7%
Portefeuille	-	20,4%	16,3%	4,1%	20,3%
Indice MASI	13 508	19,7%	16,1%	3,0%	-

Depuis notre recommandation en janvier, trois principaux événements ont marqué le marché : [1] La confirmation de la reprise de l'activité économique suite au bon déroulement de la campagne de vaccination, [2] La hausse de l'indice MASI qui a atteint un plus haut de 13 ans, soit de 13.579 pts et enfin, [3] Le léger glissement de la courbe des Taux obligataires.

Sur la base de la publication des résultats semestriels 2021 des sociétés cotées et afin de préserver la capacité de notre portefeuille à générer du dividende, nous avons opéré les réajustements suivants :

- La sortie des valeurs **Cosumar** et **SMI** en raison d'une révision à la baisse de leurs prévisions de croissance ou encore de distribution de dividende en 2021 ;
- L'intégration de **LafargeHolcim Maroc** tenant compte des perspectives positives de la consommation du ciment sur le MT, particulièrement au sein des provinces du Sud et de l'impact de la mise en service de la nouvelle usine ;
- L'intégration d'**Eqdom** en raison de la confirmation de la reprise des crédits à la consommation, de la baisse attendue du coût du risque et du relèvement du dividende dès 2021.

PORTEFEUILLE « CASH-CONVERSION » RÉAJUSTÉ : PRINCIPAUX INDICATEURS BOURSISERS

Valeurs	DPA (DH)		D/Y		P/E 22E (x)	Cours cible
	2021E	2022E	2021E	2022E		
MAROC TELECOM	6,0	6,5	4,2%	4,5%	21,6	160
LAFARGEHOLCIM MAROC	66	66	3,0%	3,0%	25,8	2 300
CIMAR	95	100	5,1%	5,3%	23,8	1 800
TOTAL MAROC	60	65	3,4%	3,7%	21,5	Révision en cours
SNEP	20	25	2,6%	3,2%	15,3	900
MUTANDIS	8,5	9,5	3,3%	3,7%	18,2	305
CMT	100	100	5,8%	5,8%	15,4	1 850
EQDOM	70	75	4,5%	4,8%	21,1	1 650
Portefeuille	-	-	4,0%	4,3%	20,3x	



MAROC TELECOM

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **18,1%** |

VERS UNE NORMALISATION DU DIVIDENDE À COMPTER DE 2021

Les réalisations de Maroc Telecom au S1-21 ressortent en baisse par rapport à 2020. En effet, l'opérateur accuse un repli de 7,1% de ses revenus au Maroc pour s'établir à 9,8 MMDH. Selon nous, la pression concurrentielle et réglementaire sont à l'origine de cette baisse. Toutefois, la bonne dynamique du segment Haut Débit Fixe au Maroc dont le revenu poursuit sa progression (+7,7% au S1-21) a compensé en partie la baisse des revenus au Maroc. Par ailleurs, le CA des filiales à l'international poursuit sa progression et enregistre une hausse de 2,0% à 4,3 MMDH, grâce à la croissance soutenue des segments Data Mobile (+17,4%) et Mobile Money (+24,1%).

Les perspectives de croissance sur le MT de l'opérateur demeurent positives. Celles-ci sont justifiées par l'effort d'investissement du Groupe qui demeure largement supérieur à celui des concurrents. À cet effet, nous croyons que l'opérateur historique est le mieux positionné au niveau de trois leviers stratégiques, à savoir : (1) La couverture réseau, (2) La technologie déployée et (3) La qualité des services offerts.

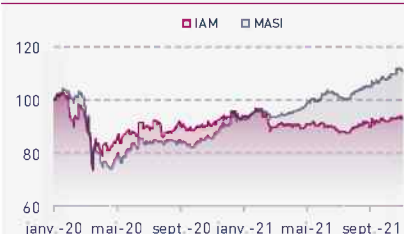
Dans un marché domestique qui devient de plus en plus concurrentiel, Maroc Telecom arrive tout de même à préserver une marge d'EBE au-dessus des 51,0%. Cette performance est attribuable à la capacité du Management à optimiser ses coûts opérationnels tant au Maroc que dans ses filiales africaines.

La résilience des indicateurs de rentabilité d'une part, et les perspectives positives de la Data d'une autre part, nous rassurent quant à la capacité de Maroc Telecom de revenir à un DPA supérieur à 6,0 DH dès 2021. Il s'agit ainsi d'un D/Y moyen attractif supérieur à 4,2% durant la période 2021E-2022E.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	36,769	36,217	36,780
Croissance	0,7%	-1,5%	1,6%
EBE	19,100	18,718	18,942
Marge EBE	51,9%	51,7%	51,5%
RNPG	6,001	5,791	5,848
DPA (DH)	4,01	6,0	6,5
D/Y	2,8%	4,2%	4,5%

GRAPHIQUE (BASE 100)



LAFARGEHOLCIM MAROC

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **7,5%** |

UN NOUVEAU POSITIONNEMENT PROFITABLE DANS LA RÉGION DU SUD

Au titre du premier semestre 2021, LafargeHolcim Maroc arrive à surperformer son secteur à travers une hausse de ses revenus de +25,6% contre +24,4% pour la consommation nationale du ciment. La marge EBE du Groupe ressort à 52,3% au S1-21 contre 56,0% une année auparavant en raison du renchérissement des coûts énergétiques à l'image du Petcoke.

Le RNPG ressort à 1,0 MMDH au terme de ce 1^{er} semestre contre 431 MDH au S1-20 et 965 MDH au S1-19. L'amélioration des bénéfices a été soutenue par la reprise des ventes de ciment et la non récurrence du don au fonds Covid-19 pour un montant de 500 MDH.

A compter du T4-21, nous devrions assister à l'entrée en production de la nouvelle usine du Groupe à Agadir. Il s'agit d'un investissement de plus de 3,0 MMDH pour une capacité de 1,6 MT représentant 13% de la capacité historique du Groupe. Ce nouveau projet permettrait ainsi à LafargeHolcim Maroc de bénéficier de la nouvelle dynamique de la région du Sud. Celle-ci est en phase de devenir un hub économique de premier plan au Maroc.

Le RNPG devrait atteindre 1.902 MDH en 2021, un niveau qui n'a pas été observé depuis 2017. A horizon 2022, les bénéfices franchiront la barre des 2,0 MMDH à travers une croissance annuelle moyenne de 4,5% sur la période 2020-2022E.

Compte tenu de ces réalisations, le Groupe serait en mesure de renouer avec ses niveaux de dividendes normatifs, soit de 66 DH/Action. Ceci correspond à un D/Y correct de 3,0% durant la période 2021E-2022E.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	6,980	7,787	8,021
Croissance	-11,1%	+11,6%	+3,0%
EBE	3,863	4,141	4,219
Marge EBE	55,4%	53,2%	52,6%
RNPG	1,842	1,902	2,012
DPA (DH)	50	66	66
D/Y	3,1%	3,0%	3,0%

GRAPHIQUE (BASE 100)





CIMAR

POIDS DANS LA CAPITALISATION | 3,9% |

DES RÉALISATIONS POSITIVES, ...SOUTENANT UNE POLITIQUE DE DIVIDENDE GÉNÉREUSE

Au titre du S1-21, CIMAR affiche des réalisations globalement positives. Il s'agit d'un chiffre d'affaires de 1.994 MDH en hausse de +17,9% contre une progression plus soutenue de la consommation nationale du ciment de +24,4% à fin juin 2021.

En dépit de l'envolée des cours du Petcoke à l'international, CIMAR affiche une marge EBE de 48,6% au S1-21 contre 47,0% une année auparavant. Ce gain résulte principalement de la capacité avérée de l'opérateur en termes d'optimisation de son outil industriel. Ainsi, la capacité bénéficiaire du Groupe ressort meilleure que prévu à 575 MDH contre 190 MDH au S1-20. Celle-ci tient compte de la non récurrence du don de 100 MDH au fonds Covid-19 et de la provision pour dépréciation des titres de participation dans la filiale Egyptienne Suez Cement. Il est rassurant de constater que ce niveau semestriel des bénéfices est supérieur à celui du S1-19, considéré comme période de référence (soit de 500 MDH).

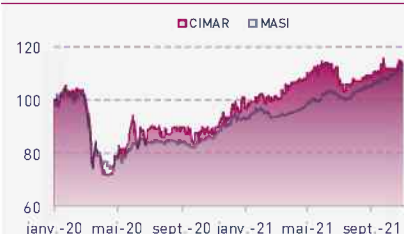
En dépit d'un environnement sectoriel plus compétitif suite à l'entrée de nouvelles capacités de production dans la région du Sud courant 2021, nous croyons que CIMAR serait en mesure de défendre un RNPG supérieur à 1,0 MMDH. Selon nos prévisions, celui-ci devrait s'apprécier de 8,6% en moyenne sur la période 2020-2022E pour atteindre 1.139 MDH à horizon 2022.

Ces perspectives positives permettraient à l'opérateur de préserver sa politique de distribution de dividendes, soit de 95 DH en 2021 et de 100 DH en 2022. Dans ce contexte, le titre offrirait l'un des meilleurs rendements parmi les grandes capitalisations, soit un D/Y moyen de 5,2% sur la période prévisionnelle 2021E-2022E.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	3,702	3,996	4,116
Croissance	-7,4%	+8,0%	+3,0%
EBE	1,808	1,898	1,936
Marge EBE	48,8%	47,5%	47,0%
RNPG	967	1,083	1,139
DPA (DH)	100	95	100
D/Y	6,0%	5,1%	5,3%

GRAPHIQUE (BASE 100)



COSUMAR

POIDS DANS LA CAPITALISATION | 3,6% |

DES MULTIPLES DE VALORISATION ÉLEVÉS, ... DIFFICILEMENT SOUTENABLES SUR LE MT

Au terme du S1-21, Cosumar a su démontrer une vraie résilience de son activité face à la crise sanitaire. Celle-ci affiche une nette amélioration de ses réalisations et ce, en dépit du repli de l'activité export durant la même période. Ainsi, les revenus de l'opérateur ont été soutenus par la reprise affichée de la consommation hors foyers suite à l'allègement des restrictions sanitaires à compter du T2-21. Dans ces conditions, les ventes de sucre blanc sur le marché local ont progressé de +5,7%, retrouvant ainsi leurs niveaux pré-pandémiques.

En 2021, le retour des volumes exportés de sucre blanc à l'international à des niveaux normatifs autour de 550 KT conjugué à une faible campagne sucrière en baisse de -26% à 388 KT devraient pénaliser les revenus et les marges de Cosumar. Dans ces conditions, la capacité bénéficiaire récurrente s'apprécierait de 4,5% en 2021 et de 9,8% en 2022.

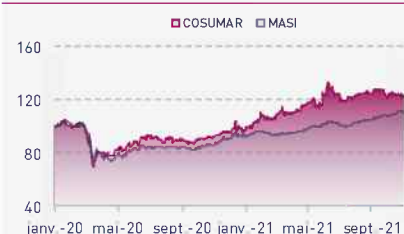
La montée en charge progressive de la raffinerie Durrah, permettrait aux bénéfices de franchir le cap des 1,0 MMDH en 2022. La nouvelle usine devrait atteindre sa vitesse de croisière en termes de production à compter de 2022. L'impact de ce projet serait autour des 120 MDH en 2022, soit une contribution de 12% au RNPG normatif.

Aujourd'hui, nous estimons que les performances opérationnelles et les projets de croissance du Groupe sont déjà intégrés au niveau de notre valorisation initiale de 240 DH. Aussi, la capacité de distribution de l'opérateur ne pourrait selon nous, compenser la prime de valorisation du titre en Bourse.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	8,630	8,581	8,644
Croissance	5,1%	-0,6%	0,7%
EBE	1,836	1,812	1,843
Marge EBE	21,3%	21,1%	21,3%
RNPG	880	920	1,010
DPA (DH)	6,0	7,0	8,0
D/Y	2,9%	2,6%	3,0%

GRAPHIQUE (BASE 100)





TOTALENERGIES MARKETING MAROC

POIDS DANS LA CAPITALISATION | 2,3% |

UNE DYNAMIQUE POSITIVE DE LA CONSOMMATION..., QUI DEVRAIT S'ACCÉLÉRER SUR LE MT

Après un 1^{er} trimestre 2021 quasi-stable, les ventes de TotalEnergies affichent au T2-21 une solide reprise de 36,5% à 445 KT. Dans ces conditions, les ventes semestrielles progressent de 16,6% à 871 KT. Un niveau supérieur à celui enregistré durant le 1^{er} semestre 2019, considéré comme une période de référence (soit de 862 KT).

Cette bonne dynamique de l'activité se reflète positivement sur la rentabilité de l'opérateur. En effet, l'EBE a plus que doublé passant de 261 MDH au S1-20 à 697 MDH au S1-21. Parallèlement, le RNPG s'apprécie de 291 MDH durant cette période pour atteindre les 361 MDH.

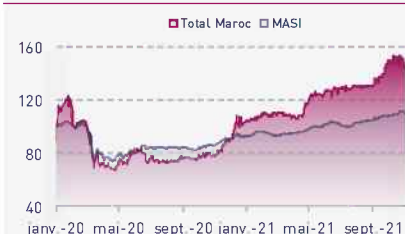
Selon nos prévisions, les ventes en volume de TotalEnergies devraient s'apprécier de 10,0% en moyenne annuelle durant la période 2021E-2022E pour atteindre les 1.881 KT. Notre scénario est justifié par la forte corrélation observée à l'échelle internationale entre l'allègement progressif des mesures sanitaires et l'évolution du trafic routier. Pour le cas du Maroc, nous croyons que les répercussions de la campagne vaccinale ne sont pas entièrement visibles sur la consommation du *Gasoil & Essence*. Ainsi, nous anticipons un net redressement de la capacité bénéficiaire du distributeur à 736 MDH en 2022 contre 525 MDH en 2020.

Après l'abaissement de son dividende de 56,0 DH en 2019 à 50,4 DH en 2020, TotalEnergies serait en mesure de relever son DPA à 65 DH à horizon 2022, soit un payout cible raisonnable de 79,1%. Au final, le D/Y du titre ressort à 3,7%. Néanmoins, ce dernier offre une marge de progression intéressante sous l'hypothèse du retour de l'Actionnaire de Référence à son taux de distribution historique de 100%.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Volume (KT)	1.556	1.742	1.881
Croissance	-12,1%	+12,0%	+8,0%
EBE	1.170	1.249	1.343
Marge EBE	13,3%	11,0%	11,0%
RNPG	525	655	736
DPA (DH)	50,39	60,0	65,0
D/Y	4,2%	3,4%	3,7%

GRAPHIQUE (BASE 100)



SNEP

POIDS DANS LA CAPITALISATION | 0,3% |

LE FRANCHISSEMENT D'UN PALIER HISTORIQUE EN TERMES DE PROFITABILITÉ

Les réalisations de la SNEP au S1-21 se sont opérées dans un contexte très favorable. En effet, celui-ci a été marqué par une nette reprise de la Demande en produits vinyliques couplée à une hausse sans précédent des cours du PVC à l'échelle mondiale. A cet effet, le chiffre d'affaires de l'opérateur ressort en progression de +28,0% à fin juin 2021 pour s'établir à 517 MDH.

Tirant profit d'un niveau élevé du spread PVC-Ethylène, la marge brute de la SNEP atteint un nouveau record, soit de 38,7%. Au final, le résultat net de l'opérateur historique au Maroc s'élève à 55 MDH au S1-21, en appréciation de 58% par rapport au S1-20. A noter que ce résultat tient compte de la constatation d'une charge de maintenance non récurrente de 18 MDH.

En dépit de l'arrêt de la production de produits vinyliques pour une durée d'un mois au S2-21, les revenus de l'opérateur devraient franchir pour la 1^{ère} fois la barre des 1,0 MMDH. À l'origine, la soutenabilité d'un prix du PVC supérieur à 1.500 \$/T. Au final, le RN social devrait atteindre les 113 MDH en hausse de 18,6% par rapport à 2020.

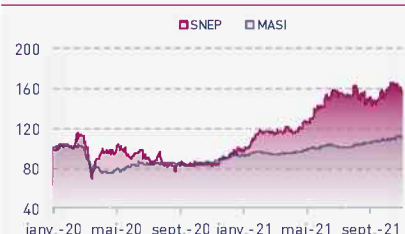
En 2022, le résultat net de l'opérateur devrait ressortir autour des 121 MDH en raison du réajustement baissier du spread « PVC-Ethylène » à 400 \$/T selon nos estimations couplé à l'entrée en service des nouvelles capacités de production à compter de juin 2022.

Ces nouvelles prévisions de croissance devraient se refléter positivement sur les multiples de valorisation du titre en Bourse. Il s'agit d'un P/E relativement attractif de 16,3x en 2021 et de 15,3x en 2022 contre un niveau normatif de 21x pour le marché Actions marocain.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	917	1.087	1.251
Croissance	-2,9%	+18,5%	+15,1%
EBE	180	211	228
Marge EBE	19,7%	19,5%	18,2%
RN	96	113	121
DPA (DH)	15	20	25
D/Y	3,2%	2,6%	3,2%

GRAPHIQUE (BASE 100)





MUTANDIS

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **0,3%** |

UN NOUVEAU CHAPITRE DE CROISSANCE SE PROFILE..., GRÂCE À LA MARQUE « SEASON »

Au terme du T2-21, les revenus de Mutandis se sont redressés de 11,4% après un recul de -9,9% durant les trois premiers mois. À cet effet, le CA semestriel ressort quasi-stable à 689 MDH contre 683 MDH une année auparavant et 684 MDH à fin juin 2019. D'une part, nous relevons les hausses des activités « Bouteilles Alimentaires » et « Jus de Fruit » de respectivement 81,2% et de 14,6%. D'autre part, nous assistons aux replis des activités « Détergents » et « Produits de la Mer » de -12,6% et -11,2% respectivement.

L'EBE accuse une baisse de -4,9% à 99 MDH durant ce 1^{er} semestre. Celui-ci a subi la flambée des prix des matières premières à l'international allant de 20 à 40% pour l'emballage ainsi que la forte majoration des coûts de transport. Tenant compte d'une augmentation de 4,4% des amortissements, la capacité bénéficiaire recule de -16,0% à 28 MDH durant ce 1^{er} semestre.

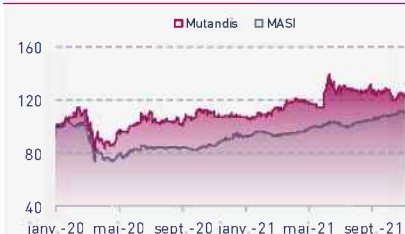
En date du 30 juillet 2021, Mutandis a finalisé l'acquisition de la société Season. Il s'agit d'une marque de référence de Sardine « premium » aux États-Unis. Celle-ci intègre le périmètre de consolidation du Groupe à compter du mois d'août 2021. Tenant compte de cet effet périmètre, les revenus de l'opérateur progresseraient de 19,0% en moyenne annuelle durant la période 2021E-2022E. Pour sa part, le RNPG afficherait un TCAM soutenu de 28,7% pour s'établir autour des 112 MDH à horizon 2022.

Dans ces conditions, le Groupe pourrait franchir un nouveau palier en termes de dividende à compter de 2022, passant d'un DPA de 8,5 DH à 9,5 DH. Il s'agit ainsi d'un D/Y cible acceptable de 3,7%.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	1,396	1,611	1,976
Croissance	-4,5%	+15,4%	+22,7%
EBE	225	213	288
Marge EBE	16,1%	13,2%	14,6%
RNPG	80	64	112
DPA (DH)	8,5	8,5	9,5
D/Y	3,9%	3,3%	3,7%

GRAPHIQUE (BASE 100)



CMT

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **0,4%** |

UNE FORTE CAPACITÉ À GÉNÉRER LE CASH..., SOUTENANT LA POLITIQUE DE DIVIDENDE

Au terme du S1-21, la CMT arrive à améliorer sa rentabilité grâce à l'assainissement du climat social au sein de la mine à compter du T2-21 et de la hausse du cours du Plomb à l'international. Notons que ce métal représente près de 60% des revenus de la mine.

À l'image de la tendance haussière des cours des métaux de base à l'international, le cours du Plomb demeure soutenu par les perspectives positives de redressement de l'économie mondiale post-Covid. Plus particulièrement, le secteur automobile qui consomme plus de 80% de l'offre minière de Plomb connaît une solide reprise.

Compte tenu de la maîtrise du cash-cost, l'EBE affiche une hausse plus prononcée de 13,0% à 81 MDH et la marge d'EBE progresse de +4,7 pts à 42,3% au terme de ce semestre.

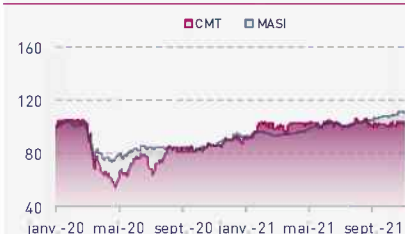
En termes de perspectives, nous anticipons une nette amélioration des résultats de l'opérateur au S2-21. Grâce au rétablissement du climat social, nous estimons que la production de la CMT devrait retrouver son niveau normatif à compter du T4-21. Aussi, le maintien des cours du Plomb au-dessus de 2.300 \$/T permettrait à la CMT de poursuivre l'amélioration de ses indicateurs de rentabilité. Le RNPG devrait atteindre 142 MDH en 2021 soutenu par la non récurrence de la provision de 98 MDH en 2020, avant de s'établir à 186 MDH en 2022.

Grâce à l'amélioration attendue des cash-flows, la CMT serait en mesure d'assurer un DPA moyen autour des 100 DH durant la période 2021E-2022E. Ce niveau de distribution est équivalent à un D/Y de 5,8%, soit l'un des rendements les plus attractifs sur le marché Actions marocain.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	430	460	549
Croissance	-15,9%	+7,0%	+19,4%
EBE	193	216	276
Marge EBE	44,8%	47,0%	50,3%
RNPG	52	142	186
DPA (DH)	120	100	100
D/Y	7,9%	5,8%	5,8%

GRAPHIQUE (BASE 100)




SMI
POIDS DANS LA CAPITALISATION | 0,4% |

DES RÉALISATIONS RALENTIES PAR LA PRODUCTION..., RÉVISION À LA BAISSSE DE NOS PRÉVISIONS

Les réalisations financières de SMI durant ce S1-21 ressortent globalement en dessous de nos prévisions. Les revenus de l'opérateur affichent une baisse sensible sous l'effet conjugué du repli inattendu de la production de -32% et des couvertures peu favorables sur l'Argent. Celles-ci n'ont pas permis de capter la hausse significative du cours de l'Argent en 2021.

Dans un contexte marqué par des perturbations au niveau de la production, nous assistons à des hausses sensibles du cash-cost qui ont pesé sur les niveaux de profitabilité de la SMI. Dans ces conditions, le RNPG ressort déficitaire à -77 MDH au S1-21 après deux années successives de bénéfices en 2019 et 2020.

Dans l'attente d'un effet de rattrapage de la production à compter du T4-21 soutenu par la nette amélioration du contexte sanitaire, le RNPG devrait ressortir à l'équilibre en 2021. A cet effet, nous retenons une production annuelle en baisse de -20% à 115 T.

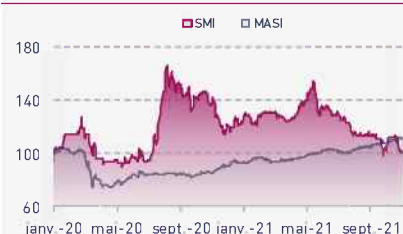
En 2022, l'opérateur devrait bénéficier d'un double effet positif *Prix/Volume*. D'une part, la hausse de la production soutenue par la mise en service du projet de carrière et le retour à la normale de l'usine de traitement des rejets miniers. Aussi, le renouvellement des couvertures en 2022 permettrait d'améliorer significativement la profitabilité de l'opérateur. Par conséquent, le RNPG devrait revenir à une capacité bénéficiaire de 90 MDH en 2022.

Sous l'hypothèse d'une rupture de la distribution de dividende au titre de l'exercice 2021, la SMI ne répondrait pas aux critères de sélection de notre thématique « Cash-Conversion ». À cet effet, nous retirons le titre de notre portefeuille.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
Chiffre d'affaires	856	712	786
Croissance	0,5%	-16,9%	10,4%
EBE	393	196	336
Marge EBE	45,9%	27,6%	42,7%
RN	97	-5	90
DPA (DH)	50	-	60
D/Y	2,6%	-	3,8%

GRAPHIQUE (BASE 100)


EQDOM
POIDS DANS LA CAPITALISATION | 0,4% |

CONFIRMATION DE LA REPRISE..., RETOUR PROGRESSIF DU DIVIDENDE NORMATIF

Les réalisations d'Eqdom au S1-21 reflètent clairement la solide reprise de l'activité des crédits à la consommation. En effet, la production des crédits de l'opérateur affiche une progression de 48,0% lui permettant de revenir à ses niveaux semestriels observés avant la crise sanitaire, soit autour des 1.300 MDH.

Il est réconfortant de constater que cette reprise de l'activité est portée par la bonne dynamique des deux piliers de l'activité crédit à la consommation au Maroc, à savoir le crédit Automobile (+86,0%) et le crédit Personnel (+28,0%).

À l'image du secteur bancaire, Eqdom disposerait d'une marge intéressante de normalisation de son coût du risque et ce, à compter du S2-21. Ce scénario est soutenu par l'amélioration visible de la situation sanitaire au Maroc qui constitue selon nous, un facteur clé de réajustement du coût du risque à l'avenir. Dans cette perspective, la capacité bénéficiaire récurrente d'Eqdom croîtrait de 73% annuellement sur la période 2020-2022E, passant de 41 MDH à 123 MDH.

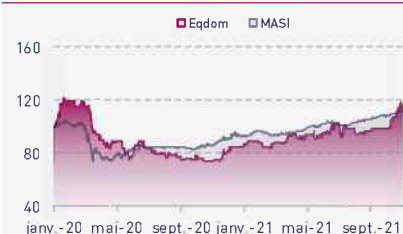
Au-delà de ses perspectives de croissance positives à LT, Eqdom serait en mesure de renouer progressivement avec son dividende historique. Selon nos propres estimations, le DPA évoluerait de 65 DH à 75 DH durant la période 2020-2022E et ce, en comparaison à un niveau normatif de 80 DH pré-crise sanitaire.

Tenant compte d'un D/Y soutenable au-dessus des 4,5% contre 3,0% pour l'indice MASI, Eqdom serait considérée parmi les valeurs de rendement les plus les attractives sur le marché boursier marocain.

INDICATEURS 2020-2022E

En MDH	2020R	2021E	2022E
PNB	506	562	606
Croissance	-8,8%	+10,9%	+8,0%
RBE	273	300	332
Marge RBE	53,9%	53,4%	54,7%
RNPG	41	87	123
DPA (DH)	65	70	75
D/Y	5,8%	4,5%	4,8%

GRAPHIQUE (BASE 100)



PARTIE 4

ANNEXES



RÉSULTATS SEMESTRIELS AFFICHÉS 2021



AGR-30 : PRÉVISIONS 2020R-2022E



AGR-30 : MULTIPLES BOURSIERS 2020R-2022E



AGR-30 : PRÉSENTATION DE NOTRE UNIVERS VALEURS



RÉSULTATS SEMESTRIELS AFFICHÉS 2021

	En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB			Résultat d'exploitation			Marge Opérationnelle		RNP			Marge Nette	
		S1 2021	S1 2020	Var	S1 2021	S1 2020	Var	S1 2021	S1 2020	S1 2021	S1 2020	Var	S1 2021	S1 2020
Tél	Maroc Telecom	17 780	18 323	-3,0%	5 557	5 836	-4,8%	31,3%	31,9%	2 827	1 969	43,6%	15,9%	10,7%
	Cosumar	4 382	4 260	2,9%	702	693	1,3%	16,0%	16,3%	477	367	30,2%	10,9%	8,6%
Assurance	Lesieur Cristal	2 366	2 067	14,5%	115	143	-19,6%	4,9%	6,9%	44	63	-30,2%	1,9%	3,0%
	SBM	1 007	877	14,8%	172	116	48,0%	17,1%	13,2%	108	33	230,0%	10,8%	3,7%
Autres	Mutandis	689	683	0,9%	55	62	-11,7%	8,0%	9,1%	28	33	-16,0%	4,0%	4,8%
	Dari Couspate	345	329	4,9%	51	48	7,2%	14,8%	14,4%	33	32	4,0%	9,5%	9,6%
Banques	Unimer	390	483	-19,1%	-16	24	-40 MDH	NS	5,1%	-53	-16	-37 MDH	NS	NS
	Oulmès	743	630	18,0%	14	-29	+43 MDH	1,8%	NS	-25	-76	+51 MDH	NS	NS
Assurance	Attijariwafa bank	12 469	12 383	0,7%	4 996	2 692	85,6%	40,1%	21,7%	2 613	1 248	109,3%	21,0%	10,1%
	BCP	10 158	10 003	1,5%	3 120	1 604	94,5%	30,7%	16,0%	1 548	1 015	52,5%	15,2%	10,1%
Banques	BOA	7 295	7 040	3,6%	2 112	810	160,9%	29,0%	11,5%	1 195	373	220,3%	16,4%	5,3%
	BMCI	1 514	1 554	-2,6%	319	143	122,7%	21,1%	9,2%	254	61	313,2%	16,8%	4,0%
Assurance	CIH Bank	1 501	1 403	7,0%	432	25	+407 MDH	28,8%	1,7%	265	46	+219 MDH	17,6%	3,3%
	Crédit du Maroc	1 207	1 199	0,7%	488	63	+425 MDH	40,4%	5,2%	278	24	+254 MDH	23,0%	2,0%
Assurance	Wafa Assurance	5 256	4 697	11,9%	403	-116	+520 MDH	7,7%	NS	362	-191	+554 MDH	6,9%	NS
	Saham Assurance	3 109	2 870	8,3%	613	-167	+480 MDH	19,7%	NS	384	-104	+488 MDH	12,4%	NS
Assurance	Atlantia	3 069	2 921	5,1%	317	275	15,4%	10,3%	9,4%	220	212	3,7%	7,2%	7,3%
	AFMA	117	114	2,6%	54	56	-4,4%	45,9%	49,2%	34	31	7,7%	28,8%	27,4%
Assurance	AGMA	73	68	6,4%	42	39	8,4%	58,1%	57,0%	29	27	5,8%	39,7%	39,9%
	Sonasis	2 045	1 207	69,4%	66	-35	+102 MDH	3,2%	NS	47	-43	+90 MDH	2,3%	NS
BTP	Delta Holding	1 122	1 135	-1,1%	105	136	-22,6%	9,4%	12,0%	64	90	-29,2%	5,7%	7,9%
	SNEP	517	404	28,0%	89	56	59,5%	17,3%	13,9%	46	24	95,4%	9,0%	5,9%
BTP	Jet Contractors	749	656	14,2%	26	58	-55,7%	3,4%	8,8%	-33	21	-54 MDH	NS	3,1%
	Aluminium du Maroc	553	371	49,0%	55	11	+44 MDH	10,0%	2,9%	12	-16	+28 MDH	2,2%	NS
CM	Colorado	268	175	52,8%	19	-5	+25 MDH	7,3%	NS	12	-10	+22 MDH	4,5%	NS
	LafargeHolcim Maroc	4 000	3 185	25,6%	1 758	1 411	24,6%	44,0%	44,3%	1 039	431	141,0%	26,0%	13,5%
CM	Ciments du Maroc	1 994	1 692	17,9%	793	526	50,7%	39,7%	31,1%	575	190	202,4%	28,8%	11,2%
	Addoha	677	438	54,7%	77	-166	+243 MDH	11,4%	NS	42	-80	+122 MDH	6,2%	NS
Immo	Alliances	737	668	10,5%	146	70	107,4%	19,7%	10,5%	42	9	362,0%	5,7%	1,4%
	RDS	327	473	-30,8%	47	-3	+50 MDH	14,4%	NS	6	-36	+42 MDH	1,8%	NS
Energie	Total Maroc	5 562	4 433	25,5%	558	96	+462 MDH	10,0%	2,2%	361	68	+293 MDH	6,5%	1,5%
	Taqi Morocco	3 465	4 016	-13,7%	1 077	1 100	-2,1%	31,1%	27,4%	444	428	3,7%	12,8%	10,7%
Energie	Afrquia Gaz	3 459	2 959	16,9%	486	65	+421 MDH	14,0%	2,2%	319	48	+271 MDH	9,2%	1,6%
	Label Vie	5 326	5 381	-1,0%	224	237	-5,7%	4,2%	4,4%	160	191	-16,3%	3,0%	3,6%
Auto	Auto Hall	2 825	1 236	128,6%	339	16	+323 MDH	12,0%	1,3%	201	-29	+229 MDH	7,1%	NS
	Auto Nejma	1 100	841	30,7%	100	65	55,0%	9,1%	7,7%	61	39	55,5%	5,5%	4,6%
Port	Marsa Maroc	1 742	1 454	19,8%	477	432	10,4%	27,4%	29,7%	258	73	251,6%	14,8%	5,0%
	Managem	3 011	2 379	26,6%	190	303	-37,4%	6,3%	12,7%	185	98	88,0%	6,1%	4,1%
Mines	CMT	191	190	0,6%	64	54	18,0%	33,5%	28,5%	54	42	30,9%	28,5%	21,9%
	SMI	296	440	-32,6%	-79	59	-139 MDH	NS	13,5%	-77	61	-138 MDH	NS	13,8%
NTI	HPS	367	319	15,1%	59	62	-4,5%	16,0%	19,3%	37	49	-25,5%	10,0%	15,5%
	Disway	924	826	12,0%	85	62	36,3%	9,1%	7,5%	58	44	33,6%	6,3%	5,3%
NTI	Microdata	366	419	-12,7%	60	72	-16,6%	16,5%	17,3%	41	49	-17,1%	11,1%	11,7%
	S2M	121	107	13,1%	3	-14	+17 MDH	2,9%	NS	1	-22	+23 MDH	0,5%	NS
NTI	M2M Group	28	50	-44,8%	-12	10	-22 MDH	NS	19,7%	-10	15	-24 MDH	NS	29,1%
	Involys	21	19	11,6%	4	3	59,3%	20,3%	14,2%	2	1	54,5%	8,0%	5,8%
Financement	Egdom	276	250	10,4%	39	52	-26,3%	13,9%	20,9%	20	22	-7,6%	7,3%	8,7%
	Salafin	193	183	5,7%	71	30	134,7%	36,5%	16,4%	44	18	140,5%	22,6%	9,9%
Financement	Maghrebail	138	189	-27,3%	71	23	214,6%	51,4%	11,9%	49	8	+41 MDH	35,3%	4,4%
	Maroc Leasing	158	123	28,9%	52	39	31,9%	32,9%	32,2%	30	15	103,3%	18,7%	11,9%
Financement	Risma	203	327	-37,8%	-87	-45	-42 MDH	NS	NS	-127	-69	-59 MDH	NS	NS
	Sothema	973	831	17,1%	198	183	8,2%	20,4%	22,0%	131	112	17,0%	13,5%	13,5%
Financement	Promopharm	299	256	16,8%	46	33	37,9%	15,3%	12,9%	32	19	64,4%	10,6%	7,5%
	CTM	243	174	39,5%	4	-51	+54 MDH	1,4%	NS	5	-45	+50 MDH	2,1%	NS
Financement	Timar	265	202	31,2%	14	2	+12 MDH	5,2%	0,8%	6	-2	+8 MDH	2,1%	NS
	Maghreb Oxygène	129	111	16,6%	12	1	+11 MDH	9,2%	1,0%	10	3	+7 MDH	7,9%	2,4%
Financement	Nexans Maroc	1 064	886	20,0%	79	46	71,3%	7,4%	5,2%	49	14	246,5%	4,6%	1,6%
	Immortelle Invest	32	30	7,5%	11	13	-14,6%	33,8%	42,5%	-4	5	-9 MDH	NS	16,6%
Financement	Afric Industries	26	17	54,2%	8	3	131,9%	30,6%	20,4%	6	3	115,9%	21,4%	15,3%
	Lydec	3 456	3 382	2,2%	73	-10	+82 MDH	2,1%	NS	8	-26	+34 MDH	0,2%	NS
Financement	Aradei	200	124	61,7%	127	80	59,5%	63,3%	64,2%	61	23	162,1%	30,6%	18,9%
	Med Paper	33	23	43,8%	-2	-6	+3 MDH	NS	NS	-4	-8	+4 MDH	NS	NS
Financement	Finie Brossette	270	181	48,6%	6	-15	+21 MDH	2,1%	NS	1	-19	+20 MDH	0,5%	NS
	IB Maroc com	0	6	-95,2%	-6	-3	-3 MDH	NS	NS	-6	-5	-1 MDH	NS	NS
Financement	Stokvis Nord Afrique	188	107	75,0%	7	-3	+10 MDH	3,6%	NS	-9	-9	+1 MDH	NS	NS
	Stroc	28	12	136,1%	-12	-20	+8 MDH	NS	NS	7	-28	+35 MDH	26,7%	NS
Financement	Centrale Danone	2 130	2 281	-6,6%	-45	-10	-35 MDH	NS	NS	-88	-37	-51 MDH	NS	NS
	SRM	105	91	16,2%	-6	0	-6 MDH	NS	NS	-10	-4	-7 MDH	NS	NS
Financement	Balima	24	23	2,3%	6	7	-15,9%	25,9%	31,4%	4	6	-32,8%	16,1%	24,4%
	DLM	59	143	-58,5%	-49	-18	-31 MDH	NS	NS	-47	-19	-27 MDH	NS	NS
Financement	Zellidja	271	181	49,2%	1	-18	+18 MDH	0,2%	NS	-2	-14	+12 MDH	NS	NS
	Rebab Company	0,02	0,02	0,0%	-0,23	-0,19	-0,04 MDH	NS	NS	-1,09	-0,88	-0,21 MDH	NS	NS
Financement	Ennaki Automobiles	962	512	88,1%	81	38	113,2%	8,5%	7,5%	55	18	211,3%	5,7%	3,4%

Sources : États financiers des sociétés cotées, Calculs AGR

AGR-30 : PRÉVISIONS 2020R-2022E

En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB					Résultat d'Exploitation					RNPG				
	2020	2021	2022	Var 20/21	Var 21/22	2020	2021	2022	Var 20/21	Var 21/22	2020	2021	2022	Var 20/21	Var 21/22
Maroc Telecom	36 769	36 217	36 780	-1,5%	1,6%	11 598	11 318	11 475	-2,4%	1,4%	6 001	5 791	5 848	-3,5%	1,0%
Cosumar	8 630	8 581	8 644	-0,6%	0,7%	1 415	1 380	1 396	-2,4%	1,2%	880	920	1 010	4,5%	9,8%
Lesieur Cristal	3 899	4 406	4 538	13,0%	3,0%	287	242	268	-15,6%	10,5%	178	110	136	-38,1%	23,6%
SBM	2 392	2 673	2 753	11,8%	3,0%	462	535	578	15,8%	8,2%	253	321	385	26,6%	20,2%
Mutandis	1 396	1 611	1 976	15,4%	22,7%	134	93	123	-31,1%	33,4%	80	64	112	-19,8%	74,0%
Attijariwafa bank	23 858	24 097	24 820	1,0%	3,0%	7 169	10 075	10 783	40,5%	7,0%	3 627	5 426	5 811	49,6%	7,1%
BOA	14 002	14 464	14 970	3,3%	3,5%	2 750	3 696	3 911	34,4%	5,8%	1 487	1 898	2 005	27,6%	5,6%
BCP	19 287	19 673	20 263	2,0%	3,0%	3 128	5 175	5 860	65,5%	13,2%	1 476	2 601	2 946	76,3%	13,3%
BMCI	3 052	3 006	3 036	-1,5%	1,0%	512	752	882	46,9%	17,3%	200	418	498	109,1%	19,0%
CIH Bank	2 760	2 939	3 101	6,5%	5,5%	217	703	765	223,7%	8,9%	148	434	471	193,3%	8,3%
Crédit du Maroc	2 381	2 405	2 453	1,0%	2,0%	425	800	784	88,4%	-2,0%	247	494	485	99,8%	-2,0%
Sonasid	3 109	3 930	4 048	26,4%	3,0%	28	170	178	502,3%	4,8%	20	120	125	510,4%	4,2%
Delta Holding	2 506	2 481	2 679	-1,0%	8,0%	277	246	305	-11,4%	24,2%	157	137	180	-12,6%	30,9%
SNEP	917	1 087	1 251	18,5%	15,1%	150	179	185	19,3%	3,2%	96	113	121	18,6%	7,0%
Jet Contractors	1 458	1 531	1 681	5,0%	9,8%	104	93	157	-10,3%	68,5%	0,2	-27	53	+71 MDH	+80 MDH
Ciments du Maroc	3 702	3 996	4 116	8,0%	3,0%	1 349	1 544	1 566	14,4%	1,4%	967	1 083	1 139	11,9%	5,2%
LafargeHolcim Maroc	6 980	7 787	8 021	11,6%	3,0%	3 076	3 304	3 357	7,4%	1,6%	1 842	1 902	2 012	3,2%	5,8%
Addoha*															
RDS*															
Total Maroc	8 824	11 323	12 229	28,3%	8,0%	875	945	1 020	8,0%	8,0%	525	655	736	24,8%	12,4%
Taqi Morocco	7 789	7 633	8 778	-2,0%	15,0%	2 359	2 382	2 668	1,0%	12,0%	880	968	1 036	10,0%	7,0%
Label Vie	11 012	11 453	12 255	4,0%	7,0%	541	547	600	1,1%	9,8%	338	345	393	2,3%	13,7%
Auto Hall	3 948	5 125	5 100	29,8%	-0,5%	295	486	352	64,7%	-27,6%	144	261	177	80,8%	-32,2%
Marsa Maroc	2 757	2 950	3 215	7,0%	9,0%	759	805	868	6,1%	7,8%	499	434	463	-13,1%	6,8%
Managem	4 726	5 908	6 616	25,0%	12,0%	444	461	529	3,9%	14,9%	225	366	430	62,9%	17,4%
CMT	430	460	549	7,0%	19,4%	158	179	236	13,7%	31,8%	52	142	186	176,2%	30,9%
SMI	856	712	786	-16,9%	10,4%	102	-11	108	-113 MDH	+118 MDH	97	-5	90	-102 MDH	+95 MDH
HPS	674	760	963	12,7%	26,7%	121	148	179	22,8%	20,9%	84	92	106	9,0%	15,2%
Disway	1 709	1 778	1 849	4,0%	4,0%	117	124	131	6,0%	5,3%	85	89	92	5,0%	3,6%
Eqdom	506	562	606	10,9%	8,0%	98	162	213	64,9%	31,6%	41	87	123	113,4%	40,8%
AGR Univers Valeurs	180 328	189 545	198 075	5,1%	4,5%	38 948	46 532	49 479	19,5%	6,3%	20 630	25 242	27 170	22,4%	7,6%

Le RNPG 2020 est réajusté des dons au fonds Covid-19

Sources : Calculs & Estimations AGR

AGR-30 : MULTIPLES BOURSIERS 2020R-2022E

	P/E (x)			P/B (x)			D/Y		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Maroc Telecom	21,2	21,8	21,6	10,02	8,42	8,11	2,8%	4,2%	4,5%
Cosumar	22,6	27,5	25,1	3,81	4,56	4,29	2,9%	2,6%	3,0%
Lesieur Cristal	25,1	47,3	38,3	2,58	2,95	2,87	1,9%	1,6%	1,6%
SBM	26,8	25,1	20,9	3,92	4,60	4,46	4,4%	4,1%	4,8%
Mutandis	21,7	31,7	18,2	1,78	2,09	2,00	3,9%	3,3%	3,7%
Attijariwafa bank	24,5	19,7	18,4	1,86	2,10	1,98	2,6%	2,4%	2,6%
BOA	21,0	20,1	19,1	1,38	1,63	1,57	3,2%	2,7%	2,7%
BCP	34,2	21,9	19,4	1,37	1,51	1,46	3,2%	2,9%	3,0%
BMCI	42,4	21,7	18,3	1,11	1,22	1,20	6,7%	4,4%	4,4%
CIH Bank	48,8	22,8	21,1	1,47	1,94	1,87	3,1%	2,9%	4,0%
Crédit du Maroc	20,2	13,0	13,2	0,88	1,05	1,00	1,0%	2,4%	2,4%
Sonasid	59,5	20,2	19,4	0,90	1,74	1,66	2,3%	2,4%	3,2%
Delta Holding	19,4	19,4	14,8	1,50	1,23	1,18	0,0%	3,9%	4,9%
SNEP	11,7	16,3	15,3	1,47	2,21	2,03	3,2%	2,6%	3,2%
Jet Contractors	NS	NS	14,7	0,65	0,87	0,82	0,0%	0,0%	0,0%
Ciments du Maroc	25,1	25,0	23,8	6,00	7,36	7,86	6,0%	5,1%	5,3%
LafargeHolcim Maroc	20,4	27,3	25,8	3,54	4,58	4,40	3,1%	3,0%	3,0%
Addoha*									
RDS*									
Total Maroc	20,5	24,2	21,5	4,68	6,34	5,87	4,2%	3,4%	3,7%
Taqi Morocco	24,5	26,8	25,1	3,88	4,55	4,42	3,8%	3,4%	3,6%
Label Vie	26,9	38,9	34,2	4,19	5,73	5,23	1,9%	1,3%	1,3%
Auto Hall	24,6	21,6	31,9	2,10	3,18	3,22	5,0%	3,6%	3,6%
Marsa Maroc	30,9	48,4	45,3	4,31	6,13	6,36	3,8%	2,8%	2,8%
Managem	51,1	42,6	36,2	2,72	3,40	3,24	0,0%	1,3%	1,6%
CMT	49,5	20,2	15,4	3,90	4,83	4,69	7,9%	5,8%	5,8%
SMI	32,7	NS	28,9	2,48	2,18	2,02	2,6%	0,0%	3,8%
HPS	54,1	55,0	47,8	9,24	9,19	8,14	0,8%	0,7%	0,8%
Disway	9,6	15,5	15,0	1,19	1,95	1,88	8,1%	4,8%	5,5%
Eqdom	45,7	29,8	21,1	1,21	1,71	1,70	5,8%	4,5%	4,8%

Cours arrêtés au 01 novembre 2021

Sources : Calculs & Estimations AGR



AGR-30 : PRÉSENTATION DE NOTRE UNIVERS VALEURS

Secteurs	Valeurs	Code ISIN	Capitalisation (MDH)		VMQ 12M (MDH)	Poids relatif Capitalisation	Poids relatif VMQ
Financières	Attijariwafa bank	MA0000012445	104 332	227 321	21,1	17,55%	15,67%
	BCP	MA0000011884	56 732		9,2	9,54%	6,82%
	Bank Of Africa	MA0000012437	38 243		6,9	6,43%	5,09%
	BMCI	MA0000010811	9 083		2,2	1,53%	1,60%
	CIH Bank	MA0000011454	9 914		1,1	1,67%	0,84%
	Crédit du Maroc	MA0000010381	6 420		0,3	1,08%	0,20%
	Eqdom	MA0000010357	2 597		0,7	0,44%	0,48%
Télécom	Maroc Telecom	MA0000011488	126 150	126 150	15,8	21,21%	11,71%
Ciment	LafargeHolcim Maroc	MA0000012320	51 900	78 968	7,8	8,73%	5,77%
	Ciments du Maroc	MA0000010506	27 068		15,6	4,55%	11,56%
Agro	Cosumar	MA0000012247	25 332	40 647	9,0	4,26%	6,68%
	SBM	MA0000010365	8 065		1,7	1,36%	1,28%
	Lesieur Cristal	MA0000012031	5 211		0,2	0,88%	0,14%
	Mutandis	MA0000012395	2 039		2,6	0,34%	1,94%
Énergie	Taqi Morocco	MA0000012205	25 971	41 830	2,8	4,37%	2,09%
	Total Maroc	MA0000012262	15 859		1,1	2,67%	0,85%
Mines	Managem	MA0000011058	15 586	21 069	3,2	2,62%	2,36%
	SMI	MA0000010068	2 606		0,7	0,44%	0,55%
	CMT	MA0000011793	2 877		1,4	0,48%	1,06%
Port	Marsa Maroc	MA0000012312	20 991	20 991	5,6	3,53%	4,12%
Distribution	Label Vie	MA0000011801	13 428	13 428	7,0	2,26%	5,21%
BTP	Delta Holding	MA0000011850	2 672	7 737	0,5	0,45%	0,35%
	Sonasid	MA0000010019	2 430		4,1	0,41%	3,05%
	SNEP	MA0000011728	1 848		2,0	0,31%	1,45%
	Jet Contractors	MA0000012080	788		1,2	0,13%	0,91%
NTI	HPS	MA0000011611	5 062	6 442	4,2	0,85%	3,15%
	Disway	MA0000011637	1 379		1,3	0,23%	0,95%
Automobile	Auto Hall	MA0000010969	5 633	5 633	1,0	0,95%	0,75%
Immobilier	Addoha	MA0000011512	3 597	4 424	3,7	0,60%	2,73%
	RDS	MA0000012239	827		0,8	0,14%	0,61%
AGR-30			594 640	-	135	100%	100%
Indice MASI			695 533	-	152	-	-
Poids relatif			85%	-	88%	-	-

Sources : BVC, Calculs & Estimations

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.iraqi@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 de ses 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 totalité 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