

# RESEARCH REPORT

EQUITY

JUIN  
2022

T1

T2

T3

T4

## | MAROC | TRIMESTRIEL Résultats des sociétés cotées

### LES RISQUES CACHÉS DE LA FORTE HAUSSE DE L'ACTIVITÉ AU T1-22

03 | Une croissance élevée de l'activité, dans un contexte inflationniste...

04 | ... qui cache des risques potentiels pour le second semestre 2022



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## EXECUTIVE SUMMARY

Au terme de ce 1<sup>er</sup> trimestre 2022, 66 sociétés cotées représentant plus de 99% de la capitalisation boursière de la cote ont publié leurs indicateurs trimestriels. Ces annonces interviennent dans un contexte inflationniste inédit tant au niveau international que local.

À l'analyse des communiqués trimestriels des sociétés cotées et sur la base de nos échanges avec les différents opérateurs économiques du marché, nous ressortons avec 5 messages clés :

- Au terme du T1-22, les revenus agrégés de la cote affichent une croissance soutenue de 14,8%, passant à 71,4 MMDH contre 62,2 MMDH au T1-21. Il s'agit de la plus forte hausse observée depuis le déclenchement de la crise Covid-19. À l'origine, un effet prix très significatif suite à la répercussion d'une bonne partie de la hausse des intrants dans le prix de vente final. À titre d'exemples : l'énergie, les produits alimentaires, les matières premières, l'emballage et enfin, la logistique ;
- Les secteurs Mines, Energie, Agro-alimentaire et BTP sont les principaux contributeurs à la croissance des revenus de la cote, soit une hausse cumulée de 7.309 MDH justifiant ainsi près de 80% de la variation du chiffre d'affaires trimestriel de la cote ;
- Face à l'accélération des tensions inflationnistes à compter du mois de mai, les sociétés cotées devraient composer avec deux risques majeurs durant le second semestre 2022 :
  - ⇒ D'une part, des pressions plus visibles sur les niveaux de marge suite à l'écoulement des stocks constitués durant les derniers trimestres. À compter du mois de mai, le renouvellement des stocks devrait s'effectuer à des prix spot largement supérieurs aux niveaux moyens observés durant le T1-22 ;
  - ⇒ D'autre part, un éventuel ralentissement de la Demande justifié par un attentisme plus marqué de la part des acteurs économiques et ce, dans un contexte marqué par un renchérissement inédit des matières premières. La décélération de la croissance des ventes de ciment depuis le mois de décembre 2021 en atteste clairement.
- Nous anticipons deux évolutions disparates au sein du marché Actions. À compter du S2-22, les sociétés exportatrices devraient bénéficier d'une nette amélioration de leur profitabilité alors que les opérateurs qui dépendent principalement de la Demande locale s'efforceraient à défendre leur niveau de marge historique ;
- Nous croyons que la récente correction de l'indice MASI est la traduction du changement de perception des investisseurs envers l'évolution des réalisations des sociétés cotées en 2022E ainsi qu'à l'égard des pressions haussières sur la courbe des Taux au Maroc. Ce sentiment se reflète clairement sur les résultats de l'AGR Indice de Confiance (Cf. AGR Indice de Confiance Maroc) et ceux de l'AGR Prime de Risque (Cf. AGR PDR Actions Maroc Mai-22).

*NB : les sociétés qui ont été transférées en 2020 au marché alternatif, en l'occurrence Microdata, Involys et Agma, sont désormais dispensées de publier leurs indicateurs trimestriels à compter de 2022 et ce, en raison de l'assouplissement des contraintes réglementaires réservé à ce marché.*

**Maria IRAQI**

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

**Walid KABBAJ**

Associate  
+212 5 22 49 14 82  
w.kabbaj@attijari.ma

## UNE CROISSANCE ÉLEVÉE DE L'ACTIVITÉ, DANS UN CONTEXTE INFLATIONNISTE...

Dans un contexte inflationniste tant au niveau international que national, les revenus agrégés des 66 sociétés cotées ayant publié leurs réalisations trimestrielles ressortent à 71,4 MMDH au T1-22. Il s'agit d'une croissance trimestrielle de +14,8%, la plus élevée depuis le déclenchement de la crise Covid-19. Par secteur d'activité, l'évolution des revenus de la cote fait ressortir deux grandes tendances:

- Les secteurs Energie, Mines, Agro-alimentaire et BTP affichent une progression de leurs chiffres d'affaires dopée par un effet prix positif. Les revenus de ces secteurs se sont appréciés de respectivement +49,5%, +114,5%, +31,4% et +38,0% ;
- Les secteurs Automobile et Télécoms accusent des baisses de leurs chiffres d'affaires trimestriels. Ces derniers se sont ainsi repliés de -9,4% et -1,6%. Pour le secteur Automobile, le recul des revenus est principalement attribué aux fortes pressions sur les niveaux de stocks de véhicules.

### MARCHÉ : ÉVOLUTION DU CA AGRÉGÉ (MMDH)



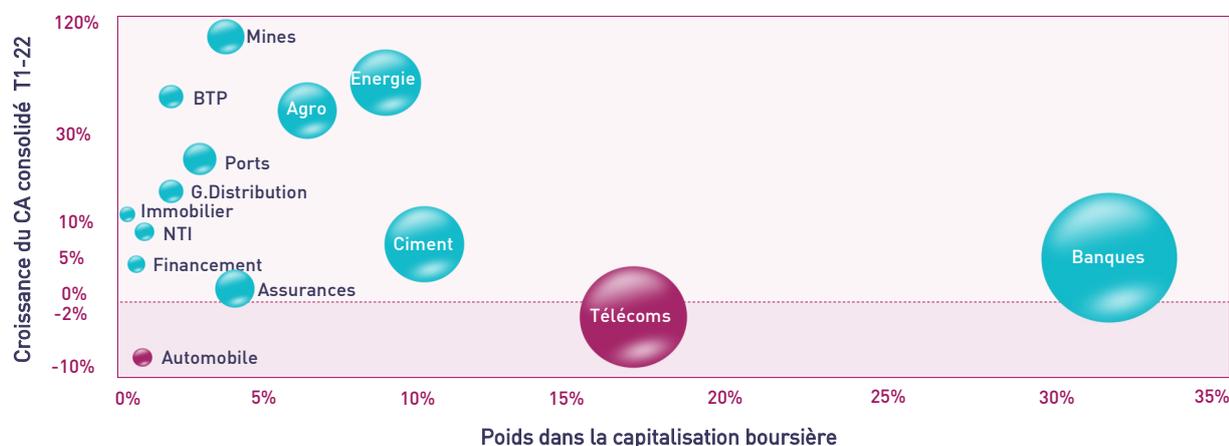
### MARCHÉ : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU CA (MDH)



Sur la base du poids capitalistique des différents secteurs cotés, nous relevons les constats suivants :

- 12 secteurs cotés, contribuant à hauteur de 77% à la capitalisation globale du marché, affichent une croissance positive de leurs revenus à fin mars 2022. Plus en détails, Il s'agit des secteurs Mines (+1.647 MDH; +114,5%), Energie (+3.107 MDH; +49,5%), BTP (+1.158 MDH; +38,0%), Agro-alimentaire (+1.397 MDH; +31,4%), Ports (+147 MDH; +18,0%), Grande Distribution (+ 394 MDH; +15,2%), Immobilier (+111 MDH; +12,1%), NTI (+65 MDH; +9,0%), Ciment (+248 MDH; +8,9%), Banques (+ 854 MDH; +5,2%), Financement (+ 55 MDH; +4,6%) et enfin Assurances (+123 MDH; +1,7%) ;
- A l'inverse, les secteurs Automobile et Télécoms qui représentent conjointement près de 18% de la capitalisation boursière de la cote enregistrent une baisse de leurs revenus au T1-22 soit de -9,4% (-172 MDH) et de -1,6% (-144 MDH) respectivement.

### MARCHÉ ACTIONS : CROISSANCE DES PRINCIPAUX SECTEURS COTÉS (%) Vs. POIDS DANS LA CAPITALISATION BOURSÈRE



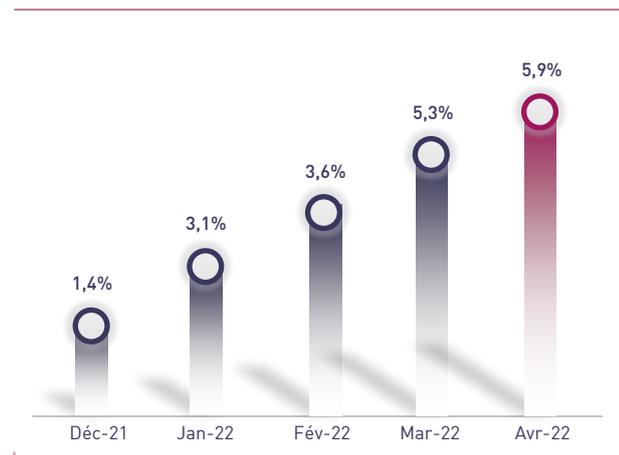
Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

## ... QUI CACHE DES RISQUES POTENTIELS POUR LE SECOND SEMESTRE 2022

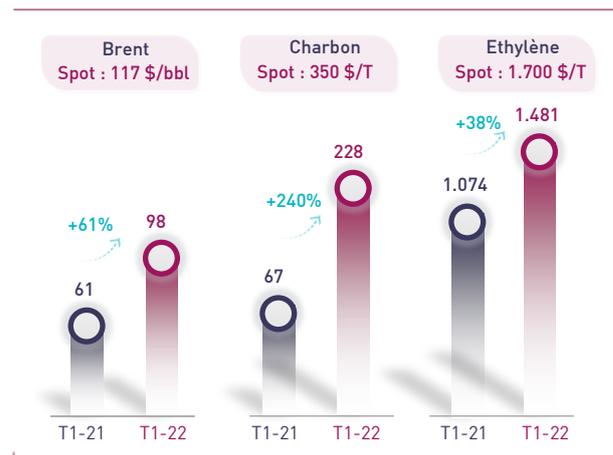
Depuis fin 2021, nous assistons à une accélération de l'inflation au Maroc sous l'effet de l'envolée des cours des matières premières à l'international et d'une faible campagne agricole au niveau local. L'inflation au Maroc a touché un pic de 5,9% en avril 2022 contre un niveau historique en dessous des 2,0%. Trois facteurs soutiennent la hausse des prix durant 2022, à savoir : (1) le manque de visibilité sur l'issue du conflit Russo-Ukrainien, (2) les perturbations des chaînes logistiques maritimes et (3) la réouverture de l'économie chinoise dont l'impact serait visible sur la Demande mondiale.

Dans ce contexte, les cours moyens des principaux intrants énergétiques importés par les sociétés cotées affichent des hausses significatives entre le T1-21 et le T1-22. Il s'agit du **Pétrole**, du **Charbon** et l'**Ethylène** dont les cours moyens ont augmenté de respectivement 61%, 240% et 38% sur la période étudiée.

### MAROC: ÉVOLUTION DE L'INFLATION EN GLISSEMENT ANNUEL



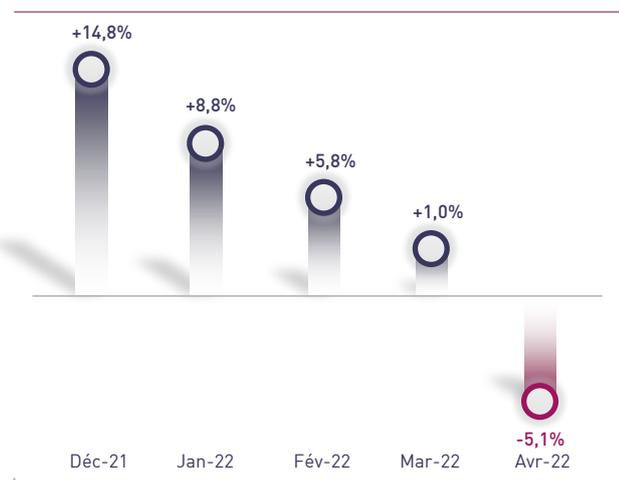
### MONDE : COURS MOYENS DES INTRANTS ÉNERGÉTIQUES



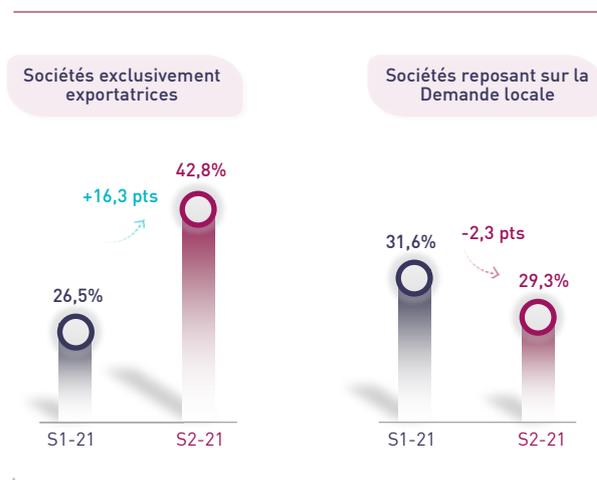
Tenant compte des cours spot observés en ce début du mois de juin et des surcoûts induits par la chaîne logistique, nous anticipons des pressions plus fortes sur les prix des intrants. Dans ces conditions, les sociétés cotées devraient faire face à deux risques majeurs à compter du deuxième semestre 2022 :

- Une pression plus forte sur les marges suite à l'écoulement des stocks constitués durant les derniers trimestres. Les sociétés dont le CA est généré principalement au Maroc seraient les plus vulnérables. Celles-ci accusent déjà une dégradation de -2,3 pts de leur marge d'EBE entre le premier et le second semestre de 2021. À l'opposé, les sociétés exclusivement exportatrices semblent tirer profit de ce contexte à travers une amélioration de leur marge d'EBE de +16,3 pts sur la même période ;
- Un affaiblissement de la Demande locale qui devrait se faire sentir davantage à compter du mois de juin 2022. La consommation du ciment, principal baromètre de l'économie, conforte ce sentiment. En effet, la croissance des ventes de ciment en glissement annuel affiche une nette décélération passant de 14,8% à fin décembre 2021 à -5,1% à fin avril 2022.

### MAROC : CONSOMMATION CIMENT (GLISSEMENT ANNUEL)



### AGR-30 : MARGE EBE S1-21 VS. S2-21



Sources : HCP, Bloomberg, Ministère de l'Habitat, Calculs AGR


**RÉSULTATS TRIMESTRIELS**

	En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB		
		T1-22	T1-21	Var
<b>Tel</b>				
Maroc Telecom	8 770	8 914	-1,6%	
<b>Agroalimentaire</b>				
SBM	496	483	2,7%	
Cosumar	2 486	1 974	25,9%	
Lesieur Cristal	1 644	1 009	62,9%	
Oulmès	402	325	23,6%	
Mutandis	422	300	40,7%	
Dari Couspate	193	183	5,9%	
Unimer	201	173	16,2%	
<b>Banques</b>				
Attijariwafa bank	6 601	6 173	6,9%	
BCP	4 902	4 807	2,0%	
BOA	3 630	3 464	4,8%	
BMCI	759	731	3,8%	
CIH Bank	812	714	13,8%	
Crédit du Maroc	648	610	6,3%	
<b>Assurance</b>				
Wafa Assurance	3 117	3 206	-2,8%	
AtlantaSanad	2 001	1 952	2,5%	
Saham Assurance	2 045	1 891	8,1%	
AFMA	74	66	13,6%	
<b>BTP</b>				
Sonasid	1 345	1 024	31,3%	
TGCC	1 128	663	70,1%	
Delta Holding	598	483	23,8%	
SNEP	311	263	18,3%	
Jet Contractors	343	290	18,3%	
Aluminium du Maroc	366	213	71,8%	
Colorado	116	114	2,1%	
LafargeHolcim Maroc	2 077	1 922	8,1%	
<b>CM</b>				
Ciments du Maroc	955	862	10,8%	
Addoha	509	390	30,5%	
<b>Immo</b>				
Alliances	471	432	9,0%	
RDS	45	92	-51,1%	
<b>Energie</b>				
Total Maroc	4 476	2 662	68,2%	
Taqa Morocco	2 658	1 912	39,0%	
Afrikaia Gaz	2 250	1 704	32,0%	
<b>Dis</b>				
Label Vie	2 988	2 594	15,2%	
<b>Auto</b>				
Auto Hall	1 156	1 288	-10,2%	
Auto Nejma	494	534	-7,5%	
<b>Port</b>				
Marsa Maroc	962	815	18,0%	
Managem	2 791	1 256	122,2%	
<b>Mines</b>				
CMT	77	64	20,3%	
SMI	217	118	83,9%	
HPS	221	172	28,7%	
Disway	492	478	2,9%	
<b>NTI</b>				
M2M Group	15	20	-25,0%	
S2M	59	53	12,4%	
<b>Financement</b>				
Eqdom	142	126	12,7%	
Maghrebail	923	903	2,2%	
Maroc Leasing	95	72	31,9%	
Salafin	94	98	-3,9%	
<b>Autres</b>				
Lydec	1 696	1 644	3,2%	
Ennaki Automobiles	306	377	-18,9%	
Sothema	581	497	16,9%	
Promopharm	166	145	15,0%	
CTM	127	128	-0,8%	
Timar	159	131	21,6%	
Aradei Capital	118	96	22,5%	
Immorente Invest	15	15	1,3%	
Fenie Brossette	136	119	14,3%	
Risma	150	94	59,6%	
Maghreb Oxygène	74	67	9,5%	
Afric Industries	12	12	3,6%	
Med Paper	29	16	87,3%	
DLM	NC	NC	-	
IB Maroc.com	NC	NC	-	
SRM	46	39	16,4%	
Stokvis Nord Afrique	51	75	-32,0%	
Stroc Industrie	NC	NC	-	
Balima	12	11	3,6%	
Zellidja	136	120	13,3%	
Rebab Company	0,01	0,01	0,0%	

Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs 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

Walid Kabbaj  
+212 5 22 49 14 82  
w.kabbaj@attijari.ma  
Casablanca

### DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

### MANAGER

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

### ASSOCIATE

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

### INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

Hichem Ben Romdhane  
+225 29 318 965  
h.benromdhane@attijaribank.com.tns

### CEMAC - CAMEROUN

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

## Activités de marchés

### MAROC

Mohamed Filali  
+212 5 22 42 87 24  
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajji  
+212 5 22 42 87 09  
m.elhajji@attijariwafa.com

Loubaba Alaoui Mdaghri  
+212 6 47 47 48 34  
l.alaouim@attijariwafa.com

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

### ÉGYPTE

Ahmed Darwish  
+20 127 755 90 13  
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

### TUNISIE

Atef Gabsi  
+216 71 80 29 22  
gabsi.atef@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  
+33 6 19 92 44 09  
y.hansali@attijariwafa.net

## 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 différents publications de Attijari Global Research sont préparés 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.

