

# RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET  
2022

## POINT D'ANALYSE : INTRODUCTION EN BOURSE **DISTY TECHNOLOGIES**

- 03 | Un challenger à la recherche d'un nouveau souffle de croissance en Bourse
- 04 | Un Business Model résilient offrant des leviers de croissance à CT
- 05 | Deux leviers de croissance importants, non intégrés au niveau du business plan
- 06 | Matrice AGR : Facteurs d'assurance vs. Facteurs de vigilance



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## IPO DISTY TECHNOLOGIES - SOUSCRIRE

SECTEUR | INTI |

## EXECUTIVE SUMMARY

L'introduction en Bourse de Disty Technologies est la 1<sup>ère</sup> opération au sein du marché alternatif de la Bourse de Casablanca. Un segment réservé aux PME à fort potentiel de croissance. Plus en détails, cette opération concerne un montant total de 172 MDH pour un flottant de 61% et un prix par Action de 284 DH.

Disty Technologies est le numéro 2 du secteur marocain de la distribution de Produits & Solutions informatiques. À travers cette introduction en Bourse, le distributeur recherche un nouveau souffle de croissance et ce, après une phase de consolidation entre 2018 et 2021 marquée par un TCAM des bénéfices de 3,3%.

Au terme de notre analyse de la Notice d'Informations et sur la base de la conférence tenue par le Top-Management, nous ressortons avec quatre principaux constats :

- (1) Tenant compte d'un flottant de 61% et en l'absence d'un noyau dur d'institutionnels dans le tour de table, trois risques devraient être pris en compte : la volatilité accrue du titre post-IPO, le profil non institutionnalisé de la valeur et le poids de l'homme clé au sein de la société ;
- (2) Avec une capacité bénéficiaire en dessous des 25 MDH, l'opérateur demeure vulnérable aux chocs économiques et/ou sectoriels. À titre d'exemples : un dérapage du BFR, des stratégies agressives de la part des concurrents, les nouvelles contraintes logistiques et la dépendance à l'égard de la carte HP ;
- (3) Dans le contexte boursier actuel, les multiples de valorisation induits par le BP conservateur de Disty Technologies nous semblent globalement corrects. Il s'agit d'un P/E moyen de 14,3x et d'un D/Y moyen de 5,6% sur la période 2022E-2023E. Des niveaux relativement meilleurs par rapport au secteur de la distribution IT coté ;
- (4) Le BP présenté lors de cette IPO n'intègre pas deux leviers de développement stratégiques pour Disty Technologies. Il s'agit de la possibilité d'obtenir de nouvelles cartes à fort potentiel et la volonté affichée du Top-Management de concrétiser une opération de croissance externe sur le MT. En intégrant une telle perspective, Disty Technologies serait en mesure de doubler son CA sur un horizon de 2 à 3 ans, soit à plus de 1,0 MMDH.

*Au terme de notre analyse, nous recommandons de « Souscrire » à l'introduction en Bourse de Disty Technologies à condition de détenir le titre au moins 2 ans dans les portefeuilles.*

*Notre recommandation repose davantage sur la capacité du distributeur de décrocher de nouvelles cartes à « fort potentiel » plutôt que sur la base des multiples d'introduction post-money induits par le BP communiqué.*

**Lamyae Oudghiri**

Manager  
+212 529 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma

**Nisrine Jamali**

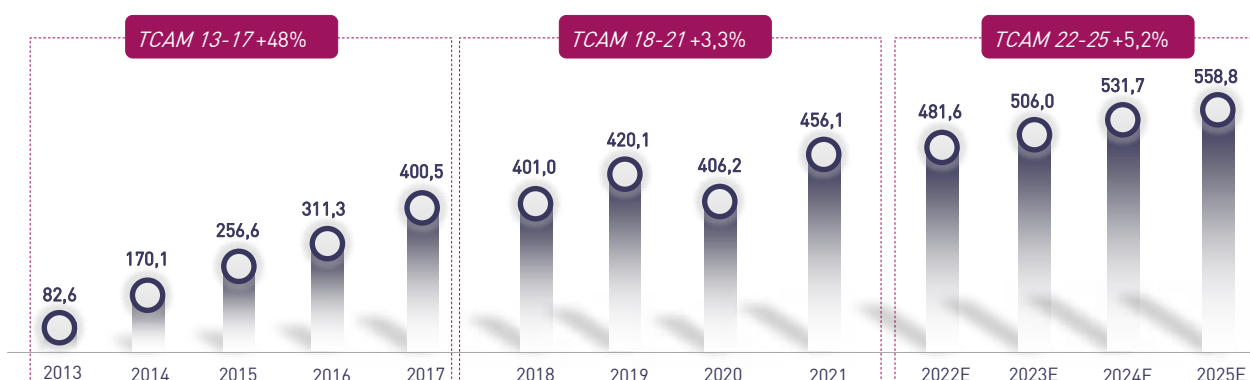
Analyste Financier  
+212 529 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma

## UN CHALLENGER À LA RECHERCHE D'UN NOUVEAU SOUFFLE DE CROISSANCE EN BOURSE

Disty Technologies est considéré comme étant un acteur majeur du secteur de la distribution de « Produits & Solutions » informatiques au Maroc. S'appuyant sur un portefeuille de marques de référence (HP, Microsoft, Lenovo...) et d'un large réseau de 1.000 revendeurs, Disty technologies a tiré profit de la Demande croissante du marché marocain des IT au cours de la dernière décennie. Les revenus de l'opérateur ont affiché un TCAM élevé de 48% durant la période 2013-2017 avant que leur rythme de croissance ne décélère à 3,3% durant la phase 2018-2021.

À travers son introduction en Bourse, l'opérateur cherche un nouveau souffle de croissance à travers le déploiement de trois principaux leviers : (1) Tirer profit de la *digitalisation* de l'économie marocaine à travers l'émergence du *télétravail* et du *e-learning*, (2) Élargir le portefeuille produit via l'obtention de nouvelles marques, (3) Concrétiser des opérations de *croissance externe*.

### DISTY TECHNOLOGIES : ÉVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES SUR LA PÉRIODE 2013-2025E (MDH)

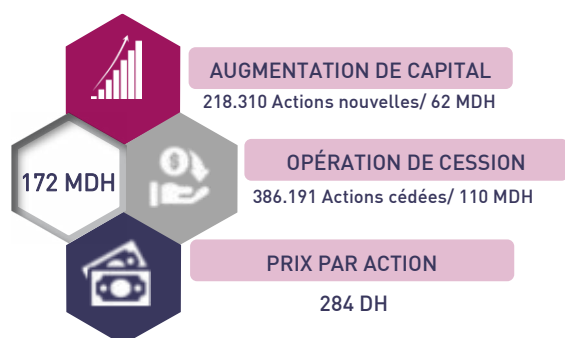


## UNE IPO DE TAILLE PETITE, « CUSTOMISÉE » AUX INVESTISSEURS INDIVIDUELS

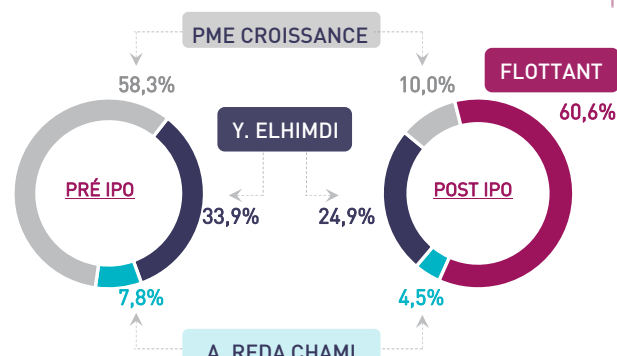
L'introduction en Bourse de Disty Technologies est la première opération au sein du marché alternatif de la Bourse de Casablanca. Un segment réservé aux PME à fort potentiel. Cette opération d'un montant global de 172 MDH sera effectuée via une augmentation de capital de 62 MDH et une cession de 110 MDH par le fonds d'investissement public-privé PME Croissance (un fonds géré par la société de gestion *AfricInvest*). Ces deux opérations portent sur un nombre total d'actions de 604.501 au prix unitaire de 284 DH. Post IPO, le capital flottant de la société ressort à 61% reflétant une sortie partielle du fond.

Cette IPO propose une seule tranche dédiée aux différents profils d'investisseurs. Tenant compte de sa taille, celle-ci privilégierait davantage les personnes physiques. L'ensemble des souscripteurs bénéficierait d'une 1<sup>ère</sup> allocation à hauteur de 120 Actions et ensuite d'une 2<sup>ème</sup> allocation au prorata de l'excédent de la Demande. À noter l'absence d'un noyau dur d'institutionnels nationaux au niveau du tour de table post-IPO.

### DISTY.TECH: CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'IPO



### DISTY.TECH: ACTIONNARIAT PRÉ VS. POST IPO



Source : Prospectus d'informations de Disty Technologies

## UN BUSINESS MODEL OFFRANT DES LEVIERS DE CROISSANCE À CT

### A. Un portefeuille clients à la fois « structuré » et « diversifié »

Au côté du leader national Disway, Disty Technologies est un intermédiaire agréé de Produits & Solutions IT de gros entre d'une part, les constructeurs/éditeurs internationaux et d'autre part, l'ensemble des segments des utilisateurs. La force de vente de Disty Technologies repose sur un circuit de distribution de 1.000 revendeurs assurant une bonne couverture du territoire national. Le portefeuille clients est diversifié à travers un positionnement sur trois grands segments :

- (1) Les *revendeurs PME/PMI* qui contribuent à plus de 50% au CA de l'opérateur en 2021. Au niveau du secteur national, cette catégorie représente en moyenne 70% de la consommation en produits IT au Maroc ;
- (2) Les *intégrateurs et revendeurs grands comptes* qui visent exclusivement les Corporates privés et l'administration marocaine. Il s'agit d'un poids de 26% dans le revenu de l'opérateur en 2021 ;
- (3) Le *Retail*, à travers les grandes surfaces, les chaînes de magasins et les sites du e-commerce. Ce segment vise les particuliers, les professions libérales et les TPE et représente environ 22% des ventes de l'opérateur en 2021.

#### DISTY.TECHNOLOGIES : RÉPARTITION DU CA PAR CANAL DE DISTRIBUTION EN 2021

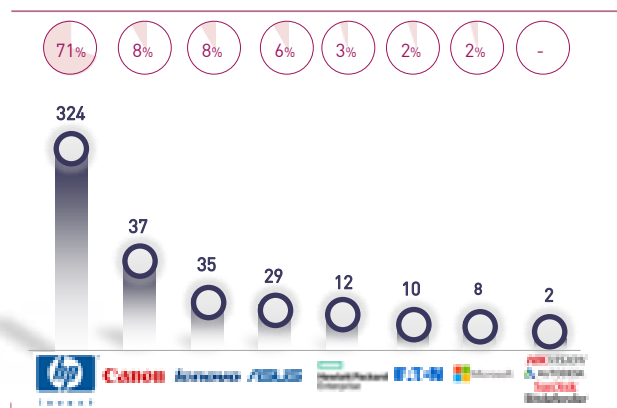


### B. Un portefeuille de cartes de « Référence », néanmoins concentré sur la marque HP

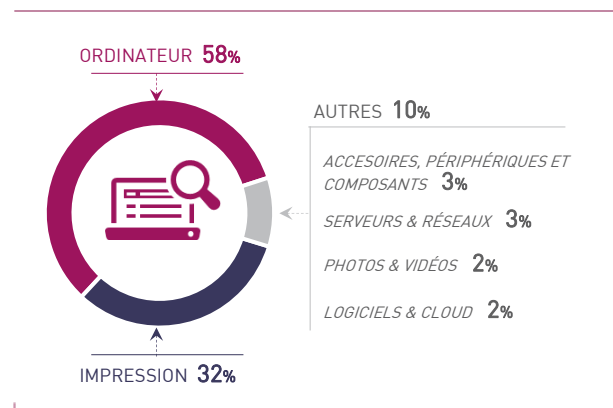
Disty Technologies se positionne en tant qu'acteur de référence au sein du secteur IT au Maroc grâce notamment à la diversification de son Offre produit. Celle-ci repose sur des marques de renom, à l'instar de HP. À noter que cette carte s'accapare à elle seule plus de 70% du chiffre d'affaires en 2021.

Disty Technologies possède une gamme de produits répartie entre six segments majeurs. Il s'agit des **ordinateurs** fixes et portables, des **imprimantes et des solutions d'impression**, des **Accessoires et des Périphériques et Composants**, des **Serveurs & Réseaux**, de la **Photo & Vidéo** et enfin des **Logiciels**. À l'analyse de la répartition des revenus par segments, nous relevons une nette dominance du segment « Computing » qui s'accapare plus de 58% du CA en 2021. Pour sa part, le « Printing » représente 32% des revenus agrégés en 2021. Enfin, les gammes de produits restantes représentent 10% des ventes agrégées de l'opérateur en 2021.

#### DISTY.TECH : RÉPARTITION DU CA PAR MARQUE EN 2021 (MDH)



#### DISTY.TECH : RÉPARTITION DU CA PAR SEGMENT EN 2021



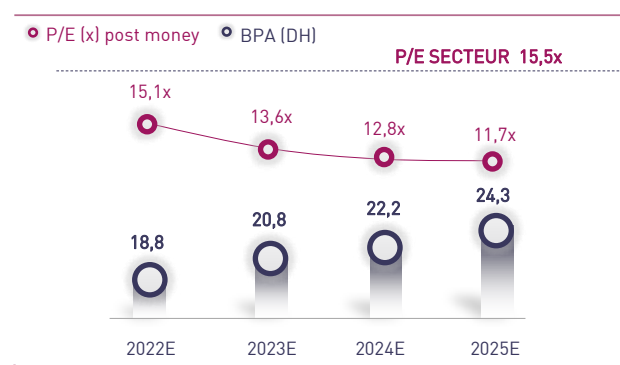
Source : Prospectus d'informations de Disty Technologies

## DES MULTIPLES DE VALORISATION « CORRECTS » DANS LE CONTEXTE BOURSIER ACTUEL

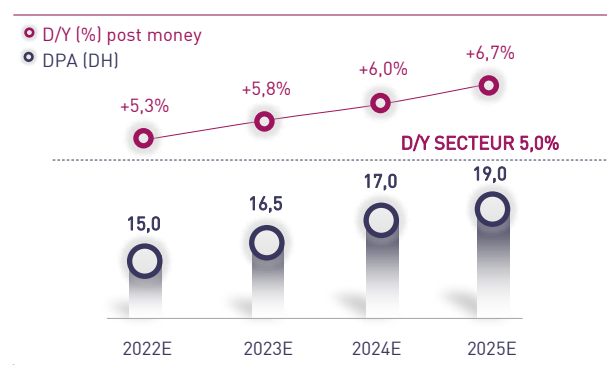
À l'analyse des multiples de valorisation induits par le plan d'affaire prévisionnel communiqué au niveau de la Notice d'Informations, nous relevons des ratios « corrects » et ce, à l'égard de la montée visible de l'aversion au risque sur le marché Actions d'une part, et le secteur IT coté au Maroc d'autre part:

- (1) Un repli de l'indice AGR Indice de Confiance des investisseurs en Bourse de 67,4 pts en octobre 2021 à 44,8 pts en avril 2022, soit un plus bas historique [Cf- AGR Indice de Confiance]. Ainsi, nous assistons au relèvement de la prime de risque à un plus haut de 6 ans à 7,5% [Cf-AGR Prime de Risque];
- (2) Un P/E moyen 22E-23E de 14,3x contre un niveau de 15,5x pour les distributeurs IT cotés en Bourse. Il s'agit ainsi d'une décote de 8,0%. Rappelons que ce niveau de valorisation tient compte d'un TCAM des bénéfices modéré de 6,6% pour Disty Technologies sur cette période prévisionnelle ;
- (3) Un DPA compris entre 15 et 16,5 DH sur la période 2022E-2023E, équivalent à un D/Y moyen de 5,6%. Il s'agit d'un rendement ordinaire en ligne avec celui du secteur de la distribution IT coté.

DISTY.TECH : ÉVOLUTION DU P/E (x) POST MONEY 2021E-2025E



DISTY.TECH : ÉVOLUTION DU D/Y POST MONEY 2021E-2025E



## DEUX LEVIERS DE DE CROISSANCE IMPORTANTS, NON INTÉGRÉS AU NIVEAU DU BUSINESS PLAN

Avec un profil de croissance annuel de l'activité autour des 5%, le business plan présenté par Disty Technologies ne semble pas offrir une histoire de croissance agressive. Toutefois, nous relevons deux leviers de développement non pris en compte au niveau de la Notice d'Informations. Ces derniers seraient en mesure de porter le CA de la société au-delà de la barre des 1,0 MMDH sur le MT. Il s'agit de:

- (1) L'obtention de nouvelles cartes à fort potentiel auprès des constructeurs mondiaux IT, à l'image de Dell ;
- (2) La concrétisation des opportunités de croissance externe permettant à Disty Technologies de bénéficier des économies d'échelles permises par un effet taille plus important.

## SCHÉMATISATION DES LEVIERS DE CROISSANCE POTENTIELS DE DISTY TECHNOLOGIES À MT



Sources : Prospectus d'informations de Disty Technologies, Calculs & Analyse AGR

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



MATRICE AGR

## Facteurs d'Assurance

➤ **Un acteur de référence au sein de son secteur**

Disty Technologies est un challenger au sein du secteur de la distribution IT. Un positionnement fort lui offrant une belle histoire de croissance, à l'image du leader Disway.

➤ **Deux leviers non intégrés dans le prix d'IPO**

Selon nous, il s'agit principalement de :

- (1) La capacité de l'opérateur à décrocher de nouvelles cartes à fort impact sur le CA (allant jusqu'à +30%) à horizon 2023E ;
- (2) La recherche active de la taille critique par le Management à travers la concrétisation d'une opération de croissance externe sur un horizon de 3 ans.

➤ **Des multiples induits acceptables**

Sur la base d'un périmètre constant, soit un TCAM des bénéfiques de 5%, le titre affiche des multiples boursiers 22E-23E que nous considérons acceptables :

- (1) Un P/E de 14,3x contre 15,5x pour le secteur coté, soit une décote de 8,0% ;
- (2) Un D/Y de 5,6% en ligne avec les niveaux de rendements offerts par le secteur coté.

➤ **Une bonne maîtrise du risque financier**

L'évolution du BFR est le principal facteur qui impacte le profil risque d'un distributeur.

Disty Technologies a démontré sa capacité à maîtriser son BFR en le ramenant de 227 jours en 2017 à 126 jours de CA en 2021.

## Facteurs de Vigilance

➤ **L'absence d'un noyau dur dans le tour de table**

Avec un flottant de 61% et en l'absence d'un noyau dur d'institutionnels dans le tour de table, trois risques devraient être intégrés : la volatilité accrue du titre post-IPO, le profil non institutionnalisé du flottant et le poids de l'homme clé au sein de la société.

➤ **La sortie partielle du fonds d'investissement**

En marge de la cession de 48,3% de ses participations dans Disty Technologies, le fonds « *PME Croissance* » s'inscrit désormais dans une optique de sortie.

Le manque de visibilité sur la cession des 10% restantes pourrait inciter certains investisseurs à implémenter le titre post-sortie du fonds et non pas post-cotation.

➤ **Un effet « taille » ne suscitant pas l'intérêt des investisseurs dominants**

Dans un marché représenté à hauteur de 75% par les « Institutionnels & OPCVM », la taille des IPOs pourrait constituer une contrainte à l'implémentation du titre par les investisseurs dominants.

Parallèlement, avec une capacité bénéficiaire en dessous des 25 MDH, l'opérateur demeure vulnérable aux chocs économiques (dérapage du BFR, contraintes logistiques, stratégies concurrentielles agressives, ...).



## 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 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.

