

RESEARCH REPORT

EQUITY

SEPTEMBRE
2022

T1

T2 | MAROC | TRIMESTRIEL Résultats des sociétés cotées

T3

T4

UNE CROISSANCE INFLATIONNISTE DES REVENUS

03 | Accélération de la croissance des revenus pour le 6^{ème} trimestre consécutif

04 | Secteur bancaire : Des réalisations qui confortent nos prévisions 2022E



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

Dans un contexte marqué par des niveaux d'inflation records tant au Maroc qu'à l'international, les sociétés cotées continuent d'afficher une progression soutenue de leurs revenus au T2-22.

À date d'aujourd'hui, 68 sociétés cotées contribuant à plus de 99% de la capitalisation boursière du marché Actions ont publié leurs réalisations commerciales à l'issue du second trimestre de l'année 2022.

À la lecture des communiqués des sociétés cotées et sur la base de notre propre analyse, nous ressortons avec quatre constats majeurs :

- Comme attendu, les sociétés cotées affichent une accélération de la croissance de leur CA au T2-22 de +15,9% après +14,8% au T1-22. L'effet prix s'est clairement reflété sur les secteurs dont la Demande a été globalement résiliente durant ce 2^{ème} trimestre à l'image de l'Énergie, de l'Agro-alimentaire et des Mines ;
- La baisse de la consommation du Ciment de -10,0% durant le T2-22 et le repli des crédits à l'équipement de -2,6% à fin juin 2022, sont des signes avant-coureurs d'une décélération plus visible de la Demande durant les prochains trimestres. Cette tendance affecterait davantage les secteurs qui ne sont pas en mesure de répercuter entièrement le renchérissement des prix des intrants sur leurs clients ;
- Sur la base des communiqués trimestriels, les sociétés cotées affichent globalement une bonne maîtrise de leur niveau d'endettement à travers une baisse estimée à -8,0%. Toutefois, nous demeurons vigilants vis-à-vis du secteur des BTP durant ce second semestre dans la mesure où ses besoins de financement pourraient augmenter de manière importante dans un contexte inflationniste ;
- Deux principaux indicateurs sont à surveiller durant ce second semestre 2022. Il s'agit d'une part, de la dynamique de la Demande domestique et d'autre part, des niveaux de marge des sociétés cotées dans un contexte inflationniste. L'évolution de ces indicateurs impacterait, selon nous, la politique de distribution des émetteurs et par conséquent, l'orientation future de l'indice MASI.

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

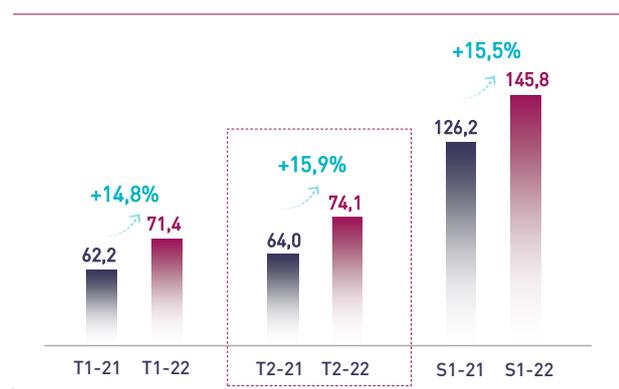
ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE DES REVENUS POUR LE 6^{ÈME} TRIMESTRE CONSÉCUTIF

Après une reprise de +14,8% de leur CA agrégé au T1-22, les sociétés cotées affichent une accélération de la croissance de leurs revenus au T2-22, soit de +15,9% à 74,1 MMDH. Il s'agit ainsi du 6^{ème} trimestre de hausses consécutives des revenus de la cote. Dans ces conditions, 53 sociétés cotées affichent une appréciation de leurs revenus contre seulement 14 émetteurs ayant accusé un repli de leur CA trimestriel et 1 seule société dont le niveau d'activité est resté stable.

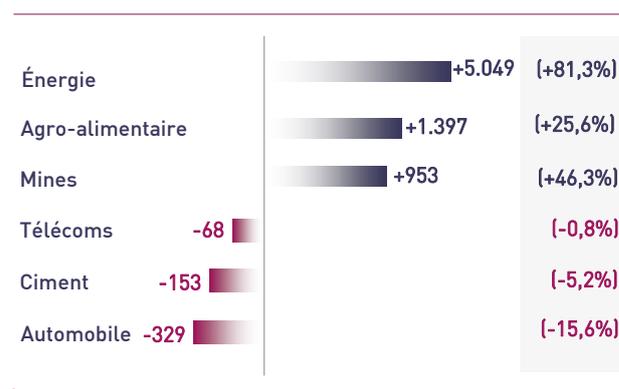
À la lecture de l'évolution de l'activité des secteurs cotés au T2-22, nous assistons à deux tendances majeures :

- Les secteurs Énergie, Agro-alimentaire et Mines tirent profit d'un effet prix positif en affichant des revenus en hausse de respectivement +5.049 MDH (81,3%), +1.397 MDH (25,6%) et +953 MDH (46,3%) ;
- À l'opposé, les secteurs Automobile, Ciment et Télécoms enregistrent des baisses de leurs revenus de -329 MDH (-15,6%), -153 MDH (-5,2%) et -68 MDH (-0,8%) respectivement. Ces derniers ont été pénalisés par une Demande moins dynamique.

MARCHÉ : ÉVOLUTION DU CA AGRÉGÉ (MMDH)



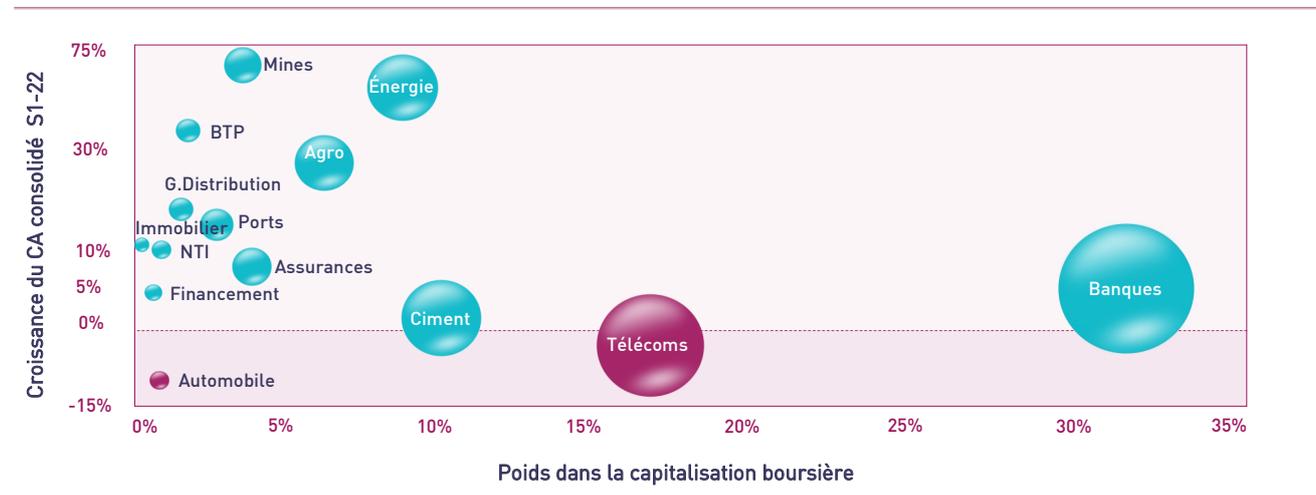
MARCHÉ : CONTRIBUTION TRIMESTRIELLE AU CA (MDH)



Au S1-22, les sociétés cotées affichent une amélioration de 15,5% de leurs revenus à 145,8 MMDH. Plus en détails, nous relevons les constats suivants :

- 11 secteurs cotés, qui représentent 68% de la capitalisation boursière globale, ont connu une progression de leurs revenus à fin juin 22. Il s'agit des secteurs : Mines (+74,3%), Énergie (+65,3%), BTP (+35,1%), Agro-alimentaire (+28,3%), Grande Distribution (+16,4%), Ports (+14,4%), Immobilier (+10,6%), NTI (+10,1%), Assurances (+6,5%), Banques (+4,6%) et Financement (+4,6%) ;
- Le secteur Cimentier, dont le poids dans la capitalisation de la cote s'élève à plus de 10%, affiche une quasi-stagnation de son CA semestriel, soit +0,6% ;
- 2 secteurs cotés, qui pèsent 18,0% dans la capitalisation du marché, accusent un recul de leurs CA. Il s'agit de l'Automobile (-12,7%) et des Télécoms (-1,2%).

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



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

SECTEUR BANCAIRE : DES RÉALISATIONS QUI CONFORTENT NOS PRÉVISIONS 2022E

Au titre du premier semestre 2022, le secteur bancaire coté affiche une progression de son PNB consolidé de 4,6% contre une prévision annuelle de 3,2%. Des réalisations qui confortent notre scénario de croissance 2022E à travers un taux de réalisation du PNB légèrement supérieur à 50% (*Cf. Situation des Banques Cotées au Maroc 2021*).

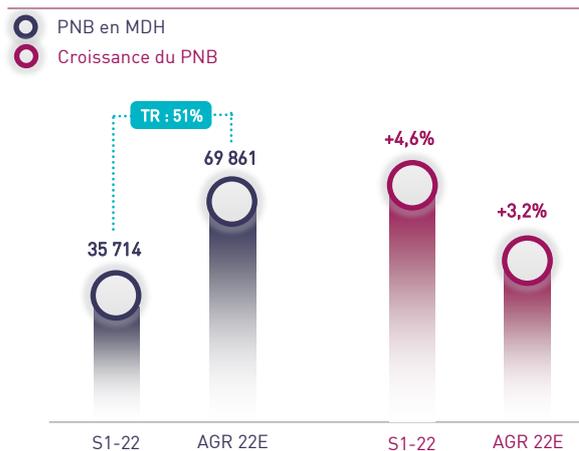
Comme attendu, les grandes tendances de l'activité bancaire durant ce premier semestre 2022 se déclinent comme suit :

- Une orientation favorable de la marge d'intérêt soutenue par l'optimisation continue du coût de la Ressource ;
- Une contribution positive des activités à l'international et des filiales spécialisées ;
- Un impact négatif de la hausse des taux obligataires sur le résultat des activités de marché, principalement pour les grands groupes bancaires cotés.

BANQUES COTÉES : CROISSANCE DU PNB AU S1-22



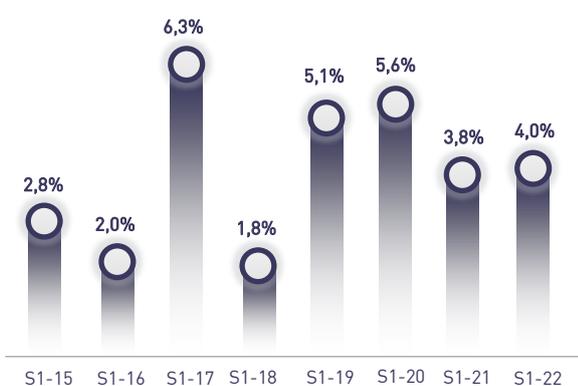
BANQUES COTÉES : RÉALISATIONS VS. PRÉVISIONS AGR



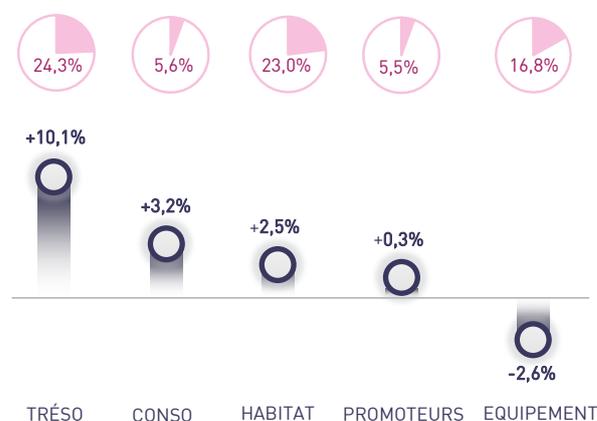
Sur le plan économique, les crédits bancaires ont progressé à un rythme soutenu de 4,0% au S1-22, largement supérieur à la croissance du PIB estimée à 1,0% pour 2022E. À ce niveau, deux principaux constats se dégagent au S1-22 :

- (1) La contribution importante des **crédits de trésorerie** qui ont progressé de 10,1% pour atteindre un poids de 24,3% dans l'encours global des crédits. Cette évolution s'expliquerait par l'augmentation du BFR des entreprises en lien avec le renchérissement des prix des intrants à l'échelle internationale ;
- (2) La contribution négative des **crédits à l'équipement** pour la 2^{ème} année consécutive, soit -2,3% au S1-21 et -2,6% au S1-22. Cette évolution traduit le décalage des décisions d'investissement des acteurs économiques dans un contexte économique moins porteur (tensions inflationnistes, sécheresse, tensions géopolitiques mondiales).

BAM : CROISSANCE DES CRÉDITS BANCAIRES



BAM : CROISSANCE PAR CATÉGORIE DE CRÉDIT AU S1-22



Sources : Communiqués de presse, BAM, Calculs & Estimations AGR


RÉSULTATS TRIMESTRIELS

	Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB			
	En MDH	T1-22	T1-21	Var	T2-22	T2-21	Var	S1-22	S1-21	Var
Tel	Maroc Telecom	8 770	8 914	-1,6%	8 798	8 866	-0,8%	17 568	17 780	-1,2%
Agro-alimentaire	Cosumar	2 486	1 974	25,9%	2 590	2 408	7,6%	5 076	4 382	15,8%
	Lesieur Cristal	1 644	1 009	62,9%	1 954	1 356	44,1%	3 598	2 366	52,1%
	SBM	496	483	2,7%	602	531	13,4%	1 098	1 007	9,0%
	Oulmès	402	325	23,6%	566	395	43,4%	968	720	34,5%
Banques	Mutandis	422	300	40,7%	599	389	54,0%	1 020	689	48,0%
	Dari Couspate	193	183	5,9%	178	162	9,3%	371	345	7,5%
	Unimer	201	173	16,2%	366	217	68,7%	568	390	45,6%
	Attijariwafa bank	6 601	6 173	6,9%	6 466	6 296	2,7%	13 067	12 469	4,8%
Assurance	BCP	4 902	4 807	2,0%	5 560	5 351	3,9%	10 462	10 158	3,0%
	BOA	3 630	3 464	4,8%	4 126	3 831	7,7%	7 755	7 295	6,3%
	BMCI	759	731	3,8%	761	784	-2,8%	1 520	1 514	0,4%
	CIH Bank	812	714	13,8%	812	787	3,2%	1 624	1 501	8,2%
BTP	Crédit du Maroc	648	610	6,3%	637	597	6,6%	1 285	1 207	6,5%
	Wafa Assurance	3 117	3 206	-2,8%	2 776	2 268	22,4%	5 894	5 474	7,7%
	AtlantaSanad	2 001	1 952	2,5%	1 142	1 116	2,3%	3 143	3 068	2,4%
	Saham Assurance	2 045	1 891	8,1%	1 321	1 218	8,5%	3 367	3 110	8,3%
Immo	AFMA	74	66	13,6%	60	52	16,5%	135	117	14,9%
	Agma	NC	NC	-	NC	NC	-	NC	NC	-
	Sonacid	1 345	1 024	31,3%	1 107	1 048	5,6%	2 452	2 045	19,9%
	TGCC	1 128	663	70,1%	1 122	778	44,2%	2 326	1 171	98,6%
Ciment	Delta Holding	598	483	23,8%	670	639	4,9%	1 267	1 122	12,9%
	Jet Contractors	343	290	18,3%	527	459	14,9%	870	749	16,2%
	SNEP	311	263	18,3%	313	254	23,1%	624	517	20,6%
	Aluminium du Maroc	366	213	71,8%	361	236	53,0%	727	460	57,9%
Energie	Colorado	116	114	2,1%	174	154	12,8%	290	268	8,2%
	LafargeHolcim Maroc	2 077	1 922	8,1%	1 927	2 078	-7,3%	4 004	4 000	0,1%
	Ciments du Maroc	955	862	10,8%	852	854	-0,2%	2 024	1 994	1,5%
	Addoha	509	390	30,5%	301	287	4,9%	810	677	19,6%
Dis	Alliances	471	432	9,0%	355	304	16,8%	826	737	12,1%
	RDS	45	92	-51,1%	242	233	3,9%	287	325	-11,7%
	Total Maroc	4 476	2 662	68,2%	5 032	2 901	73,5%	9 508	5 562	70,9%
	Taq Morocco	2 658	1 912	39,0%	3 249	1 553	109,2%	5 906	3 465	70,4%
Auto	Afriquia Gaz	2 250	1 704	32,0%	2 977	1 755	69,6%	5 226	3 459	51,1%
	Label Vie	2 988	2 594	15,2%	3 213	2 731	17,6%	6 201	5 326	16,4%
	Auto Hall	1 156	1 288	-10,2%	1 306	1 540	-15,2%	2 462	2 825	-12,8%
	Auto Nejma	494	534	-7,5%	471	566	-16,8%	965	1 100	-12,3%
Mines	Marsa Maroc	962	815	18,0%	1 031	927	11,2%	1 993	1 742	14,4%
	Managem	2 791	1 256	122,2%	2 675	1 755	52,4%	5 466	3 011	81,5%
	SMI	217	118	83,9%	202	178	13,5%	419	296	41,6%
	CMT	77	64	20,3%	136	127	7,1%	213	191	11,5%
NTI	Disway	492	478	2,9%	481	466	7,8%	973	924	5,3%
	HPS	221	172	28,7%	259	221	17,2%	480	392	22,4%
	Microdata	NC	NC	-	NC	NC	-	NC	NC	-
	Disty	NC	NC	-	NC	NC	-	NC	NC	-
Financement	S2M	59	53	12,4%	70	58	21,8%	129	119	8,5%
	M2M Group	15	20	-25,0%	13	7	85,7%	28	27	3,7%
	Involys	NC	NC	-	NC	NC	-	NC	NC	-
	Eqdom	142	126	12,7%	164	158	3,8%	306	283	8,1%
Autres	Maghrebail	923	903	2,2%	931	884	5,3%	1 854	1 786	3,8%
	Maroc Leasing	95	72	31,9%	81	86	-5,5%	176	158	11,5%
	Salafin	94	98	-3,9%	101	95	6,2%	195	193	1,1%
	Lydec	1 696	1 644	3,2%	1 914	1 812	5,6%	3 610	3 456	4,5%
Autres	Ennakl Automobiles	306	377	-18,9%	432	474	-8,9%	738	900	-18,1%
	Risma	150	94	59,6%	276	104	165,4%	427	203	110,3%
	Sothema	581	497	16,9%	581	497	16,9%	1 150	973	18,2%
	Promopharm	166	145	15,0%	156	131	18,7%	322	276	16,8%
	CTM	127	128	-0,8%	144	115	25,2%	271	243	11,5%
	Timar	159	131	21,6%	169	134	25,9%	328	265	23,8%
	Aradei Capital	118	96	22,5%	113	104	7,8%	230	200	14,8%
	Immorent Invest	15	15	1,3%	19	17	11,4%	34	32	6,3%
	Maghreb Oxygène	74	67	9,5%	78	62	25,5%	151	129	17,2%
	Fenie Brossette	136	119	14,3%	146	150	-2,7%	282	269	4,8%
	Stokvis Nord Afrique	51	75	-32,0%	60	108	-44,4%	111	188	-41,0%
	SRM	46	39	16,4%	101	66	53,7%	147	105	39,7%
	DLM	NC	NC	-	26	30	-15,2%	34	60	-43,8%
	Med Paper	29	16	87,3%	35	17	101,8%	64	33	94,9%
	Afric Industries	12	12	3,6%	9	14	-35,9%	22	26	-18,0%
	IB Maroc.com	NC	NC	-	NC	NC	-	NC	NC	-
Stroc	16	10	62,0%	23	18	29,4%	39	28	41,2%	
Balima	12	11	3,6%	12	12	-3,9%	23	23	-0,2%	
Zellidja	136	120	13,3%	146	151	-3,3%	282	271	4,1%	
Rebab Company	0	0	0,0%	0	0	0,0%	0	0	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

Ulderich Djado
+237 681 77 89 40
u.djado@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Yves André Angaman
+225 07 49 24 60 35
yves.angaman@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

Felix Dikosso
+237 651 23 51 15
f.dikosso@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

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

Amine Elhajli
+212 5 22 42 87 09
a.elhajli@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.

