

RESEARCH REPORT

EQUITY

AVRIL
2023

| MAROC | ANNUEL 2022 Résultats des sociétés cotées

UNE **CROISSANCE** À RELATIVISER..., UN **D/Y** QUI PERD EN ATTRACTIVITÉ

- 03 | Une croissance bénéficiaire récurrente de +8%, à relativiser...
- 04 | ...portée essentiellement par les secteurs Banques et Mines
- 05 | Le spread D/Y-BDT négatif..., une première depuis 2013



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

En marge de la clôture de la période de publication des résultats annuels 2022, nous relevons 70 sociétés cotées ayant communiqué sur leurs réalisations annuelles. Celles-ci se sont opérées dans un contexte économique peu favorable marqué par l'accélération des tensions inflationnistes, un net ralentissement de la croissance économique, la poursuite du resserrement monétaire de la part de BAM et le retournement haussier des taux obligataires.

Au terme de notre analyse, nous ressortons avec cinq messages :

- Le marché Actions affiche une croissance bénéficiaire récurrente de +8,2% à plus de 31 MMDH. Cette évolution est à relativiser dans la mesure où celle-ci a été portée par les secteurs Banques & Mines qui évoluent à contre tendance du marché (Cf. *AGR House View Janvier 2023*). À l'exception de ces deux secteurs, les profits récurrents de la cote accusent un repli de -3,6% ;
- Les Banques & Mines sont les principaux contributeurs à l'évolution de la masse bénéficiaire récurrente de la cote. Ces deux secteurs ont contribué à hauteur de +3.020 MDH à la variation des bénéfices du marché. À l'opposé, le secteur cimentier accuse une baisse de -917 MDH de ses profits, contribuant négativement à l'évolution des résultats de la cote. Ce dernier ayant pâti d'une baisse de la Demande conjuguée à la hausse des cours des intrants à l'international ;
- À périmètre constant, et en excluant les sociétés cotées n'ayant pas encore annoncé leur DPA 2022, les dividendes agrégés de la cote affichent une baisse de -15% par rapport à 2021. Selon nos calculs, ceux-ci s'élèvent à 15,4 MMDH dont 57,5 MDH de dividendes exceptionnels. Il s'agit ainsi d'un payout de 63,4% sur une base consolidée ;
- Pour la 1^{ère} fois depuis 2013, nous assistons à un spread négatif entre le rendement du marché Actions et celui du marché obligataire. En effet, le D/Y 2022 ressort à 3,3% contre un DBT-5 ans de 4,1% soit -78 PBS ;
- Au final, les rendements de dividende du marché Actions sont soutenus davantage par un effet correction de la capitalisation boursière des sociétés cotées plutôt que par une amélioration des niveaux de distribution.

Maria IRAQI

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

Anass DRIF

Analyste financier
+212 522 49 14 82
a.drif@attijari.ma

UNE CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTE DE +8%, À RELATIVISER...

Durant l'exercice 2022, les sociétés cotées ont composé avec une inflation élevée conjuguée à un ralentissement de la croissance économique. Dans ce contexte, les réalisations 2022 de la cote se présentent comme suit :

- Le chiffre d'affaires agrégé de la cote ressort à 284 MMDH, soit une hausse soutenue de +14,2% portée par un effet prix positif lié au contexte inflationniste *(Cf. Résultats Trimestriels T4-22)* ;
- La croissance bénéficiaire affichée s'établit à -2,3%, soit des bénéfices agrégés de 28,3 MMDH. En retraitant les secteurs Banques & Mines, la masse bénéficiaire accuse un repli de -20,9% ;
- Hors amende et contrôle fiscal accusés par Maroc Telecom (soit 3,1 MMDH), la masse bénéficiaire récurrente s'élève à 31,4 MMDH, soit une croissance positive de +8,2%. Hors secteurs Banques & Mines, celle-ci affiche une contre-performance de -3,6%.

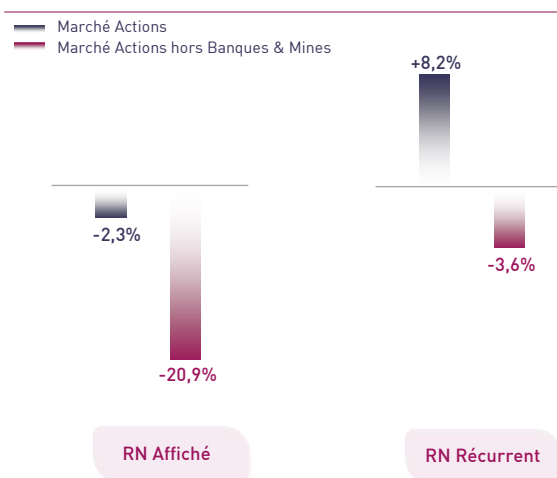
Notre exercice d'analyse de la masse bénéficiaire excluant les secteurs Banques & Mines trouve son origine dans le fait que ces deux secteurs demeurent à contre tendance de l'orientation générale des bénéfices de la cote.

MARCHÉ : PRINCIPAUX INDICATEURS CONSOLIDÉS (MDH)

En MDH	2021	2022	Var (%)
Revenus agrégés	249.118	284.396	+14,2%
Bénéfices récurrents ⁽¹⁾	28.970	31.355	+8,2%
Bénéfices affichés	28.964	28.285	-2,3%

(1) Indicateurs récurrents ajustés principalement de la décision ANRT et du contrôle fiscal relatifs à Maroc Telecom

MARCHÉ ACTIONS : COMPARATIF DES CROISSANCES EN 2022



À la lecture des résultats des sociétés cotées en 2022, nous ressortons avec les constats suivants :

- Le nombre de sociétés cotées ayant affiché des profits en hausse s'élève à 44. Celles-ci représentent 65% de la capitalisation boursière du marché ;
- 26 sociétés cotées ayant accusé un recul de leurs bénéfices, soit 33% de la capitalisation globale ;
- 7 émetteurs, représentant seulement 1% de la capitalisation de la cote, affichent un résultat net déficitaire ;
- Enfin, 7 sociétés cotées qui pèsent 3% dans la capitalisation boursière, ont publié un profit warning annonçant une baisse de leur capacité bénéficiaire 2022.

TABLEAU DE BORD DES RÉSULTATS RÉCURRENTS DES SOCIÉTÉS COTÉES EN 2022

INDICATEURS CLÉS	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	% DANS LA CAPITALISATION	
Contribution à la hausse des profits	44	65%	
Contribution à la baisse des profits	26	33%	
Déficitaires	7	1%	
Profit warning	7	3%	

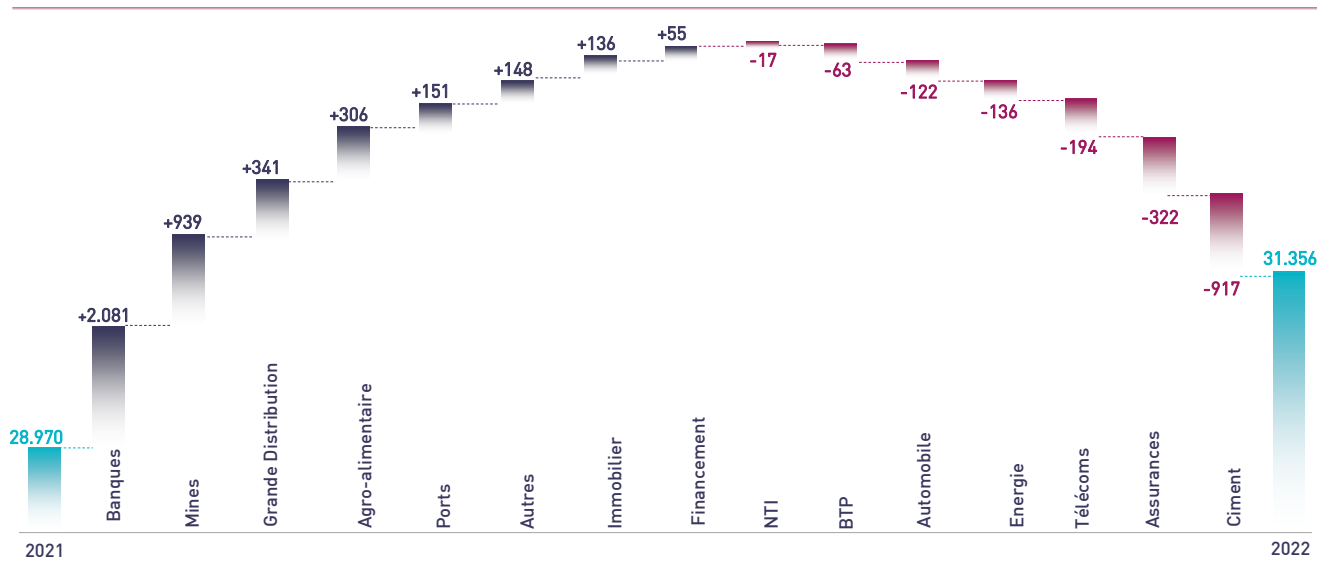
Sources : Communiqués de presse et états financiers des sociétés cotées, BVC, Calculs & Estimations AGR

...PORTÉE ESSENTIELLEMENT PAR LES SECTEURS BANQUES ET MINES

Entre 2021 et 2022, les bénéfices agrégés de l'ensemble des sociétés cotées affichent une évolution de +2.386 MDH en termes absolus. Dans ce contexte, l'analyse de la contribution des différents secteurs cotés à l'évolution de la masse bénéficiaire récurrente révèle les tendances suivantes :

- Les secteurs Banques & Mines sont les principaux contributeurs à la croissance des bénéfices de la cote et ce, à travers une progression cumulée de +3.020 MDH ;
- Les secteurs de la Grande Distribution et de l'Agro-alimentaire affichent une hausse de +648 MDH de leurs RNPG ;
- À l'inverse, le secteur Ciment accuse un repli de -917 MDH de ses profits, suivi de l'Assurance et des Télécoms à travers des baisses respectives de -322 MDH et -194 MDH.

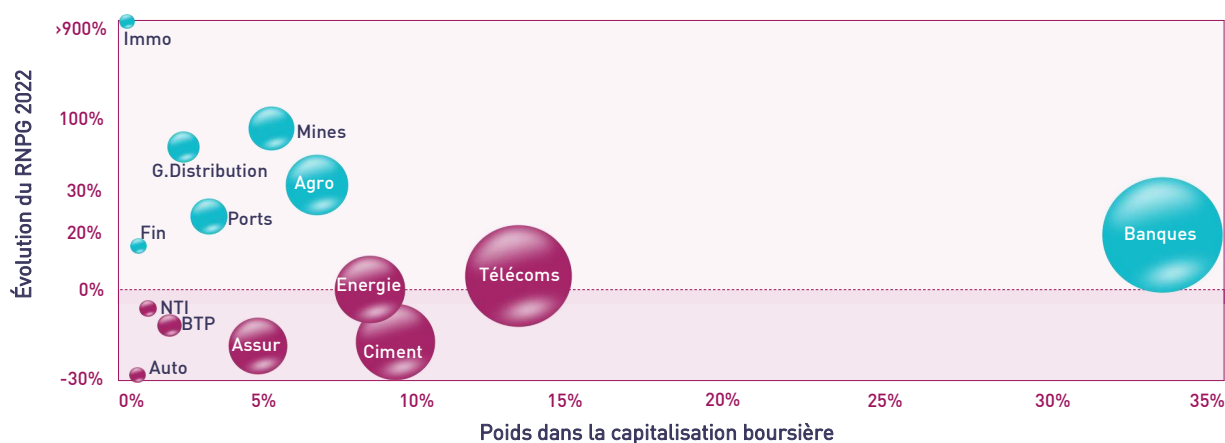
MARCHÉ ACTIONS : CONTRIBUTION À LA MASSE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTÉ (EN MDH)



Sur la base du poids capitalistique des secteurs, deux constats majeurs se dessinent:

- 7 secteurs cotés, représentant 55% de la capitalisation boursière, enregistrent une amélioration de leurs bénéfices en 2022. Il s'agit des secteurs : Immobilier (passant de 14 MDH en 2021 à 150 MDH en 2022), Mines (+99,3%), Grande Distribution (+83,8%), Agro-alimentaire (+32,2%), Ports (+22,7%), Banques (+20,1%) et Financement (+17,8%) ;
- 7 secteurs cotés, dont la capitalisation pèse 41% dans celle du marché Actions, ont vu leur résultat net reculer d'une année à l'autre. Il s'agit plus précisément des secteurs : Automobile (-29,9%), Ciment (-28,4%), Assurances (-20,7%), BTP (-8,8%), NTI (-7,7%), Energie (-5,6%) et Télécoms (-3,2%).

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



Sources : Communiqués de presse et états financiers des sociétés cotées, BVC, Calculs & Estimations AGR

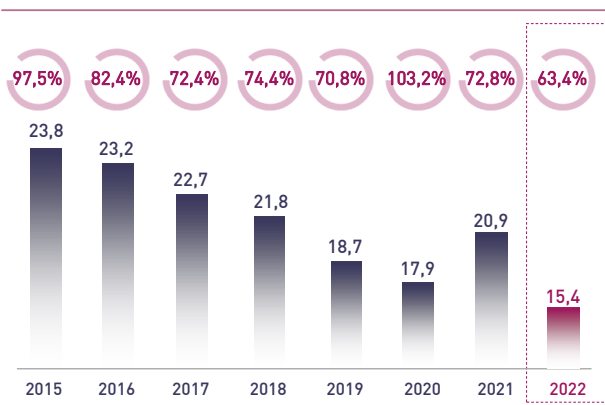
LE SPREAD D/Y BDT-5 ANS NÉGATIF, UNE PREMIÈRE DEPUIS 2013

Parmi les 70 sociétés cotées ayant publié leurs résultats 2022, 61 émetteurs ont annoncé le montant du dividende à distribuer pour le compte du même exercice. Il s'agit d'une somme agrégée de 15,4 MMDH dont 57,5 MDH en tant que dividendes exceptionnels.

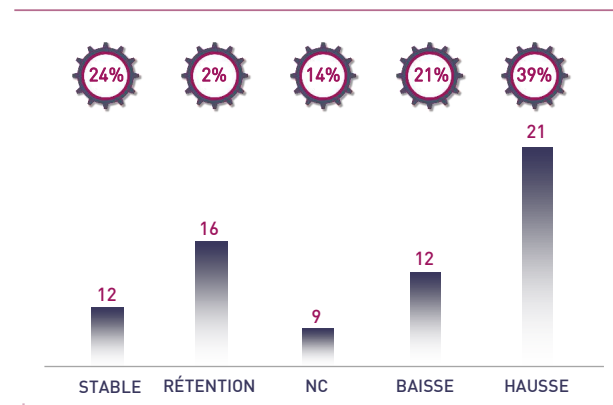
À périmètre constant et en excluant les sociétés cotées n'ayant pas encore communiqué leur DPA 2022, nous relevons que les dividendes agrégés de la cote accusent une baisse de 14,8%. Ainsi, le payout ressort à 63,4% et ce, sur la base des résultats nets consolidés affichés.

Plus en détails, nous recensons 21 sociétés cotées ayant relevé leur DPA 2022. À l'inverse, 12 émetteurs ont abaissé le montant de leur DPA tandis que 12 entreprises ont maintenu leurs dividendes inchangés comparativement à 2021. Enfin, 16 sociétés cotées n'ont pas distribué de dividende en 2022 et 9 n'ont pas encore communiqué sur leur DPA 2022.

MARCHÉ : DIVIDENDE GLOBAL (MMDH) Vs. PAYOUT (%)



COMMUNICATION SUR LE DPA : NOMBRE Vs. POIDS CAPI



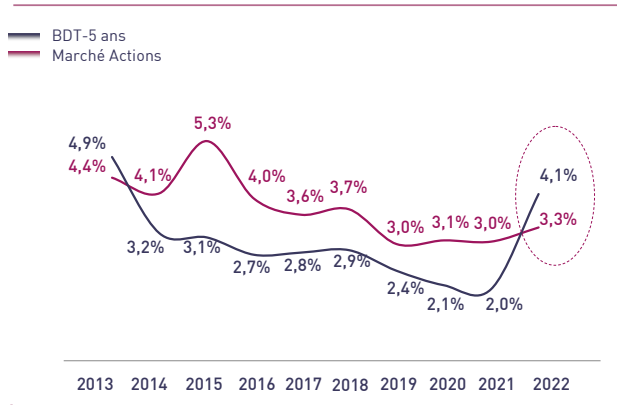
Tenant compte du montant des dividendes annoncés à fin mars 2023 et sur la base d'un périmètre constant, le D/Y du marché Actions ressort à 3,3%. Celui-ci affiche pour la 1^{ère} fois depuis 2013 un spread négatif par rapport au rendement des BDT-5 ans qui s'établit à 4,1% en date du 10/04/2023, soit un écart négatif de -78 PBS.

Par ailleurs, les secteurs cotés qui offrent les meilleurs rendements du marché Actions se déclinent comme suit :

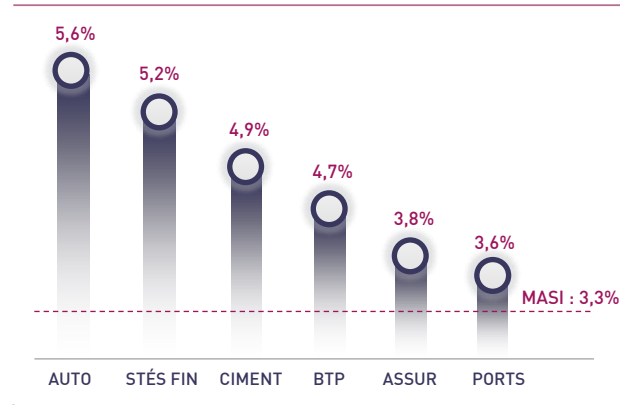
- **Automobile** : un D/Y de 5,6% soutenu par Auto Nejma qui a annoncé un DPA total de 125 DH contre 86 DH en 2021 ;
- **Sociétés de Financement** : un D/Y de 5,2% porté par le relèvement du DPA d'Eqdom à 55 DH et le maintien de celui de Maghrebail à 50 DH et ce, en dépit de l'abaissement du dividende global de Salafin de 52 DH à 27 DH par action ;
- **Ciment** : un D/Y de 4,9% en dépit de la baisse du DPA de Cimarr et la stabilité de celui de LafargeHolcim Maroc ;
- **BTP** : un D/Y de 4,7% malgré la baisse des DPA des sociétés composant le secteur à l'exception de TGCC et de Delta Holding qui ont relevé leurs DPA respectifs à 6,0 DH et à 1,4 DH.

Selon nous, les niveaux de rendement sus mentionnés sont soutenus principalement par la baisse des capitalisations boursières des sociétés cotées.

COMPARATIF DE RENDEMENT : ACTIONS Vs. BDT-5 ANS



MEILLEURS SECTEURS COTÉS EN TERMES DE D/Y 2022



Cours arrêtés au 31 mars 2023

Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, BVC, Salle des marchés ATW, Calculs & Estimations


DIVIDENDES 2022 DES SOCIÉTÉS COTÉES

Sociétés cotées	DPA 2022 (DH)	DPA 2021 (DH)	Var
Addoha	-	-	-
AFMA	55	54	1,9%
Afric Industries	20	22	-9,1%
Afriquia Gaz	140	140	0,0%
Agma	255	250	2,0%
Akdital	3,25	2	62,5%
Alliances	-	-	-
Aluminium du Maroc	70	110	-36,4%
Aradei Capital	19,20	1,05	5,4%
		17,17 (exceptionnel)	
AtlantaSanad	5,5	5,2	5,8%
Attijariwafa bank	15,5	15	3,3%
Auto Hall	3,5	3,5	0,0%
Auto Nejma	110	86	45,3%
	15 (exceptionnel)		
Balima	NC	5	-
BCP	NC	8,5	-
BOA	4	4	0,0%
BMCI	NC	10	-
Crédit du Maroc	27	25,9	4,2%
CIH Bank	14	14	0,0%
Cimar	60	95	-36,8%
CMT	NC	88	-
Colorado	2,0	2,03	-1,5%
Cosumar	7	6	16,7%
CTM	25	22	13,6%
Dari Couspate	NC	95	-
Delta Holding	1,4	1,3	7,7%
Disway	35	40	-50,0%
		30 (exceptionnel)	
Delattre Levivier Maroc	-	-	-
Disty Technologies	10	15	-33,3%
Ennaki Automobiles	2,14	1,85	15,7%
Eqdom	55	40	37,5%
Fenie Brossette	-	-	-
HPS	NC	55	-
IB Maroc	-	-	-
Immorente	5,5	5,5	0,0%
Involys	-	5	-
Jet Contractors	-	-	-
Label Vie	86,36	70,4	-38,1%
		69,1 (exceptionnel)	
LafargeHolcim Maroc	66	66	0,0%
Lesieur Cristal	4,5	3,5	28,6%
M2M Group	-	-	-
Maghreb Oxygène	4	4	0,0%
Maghrebait	50	50	0,0%
Managem	30	20	50,0%
Maroc Leasing	NC	14	-
Maroc Telecom	2,19	4,78	-54,2%
Marsa Maroc	8	7,2	11,1%
Med Paper	-	-	-
Microdata	25	27	-7,4%
Mutandis	8,5	8,5	0,0%
Oulmès	16,5	12	37,5%
Promopharm	40	40	0,0%
RDS	-	-	-
Rebab Company	-	-	-
Risma	-	-	-
S2M	-	-	-
Saniam Maroc	36	35	2,9%
Salafin	13,50	26,55	-48,1%
	13,50 (exceptionnel)	25,45 (exceptionnel)	
SBM	NC	113	-
SMI	-	-	-
SNEP	16	20	-20,0%
Sonasis	30	38	-21,1%
Sothema	25	25	0,0%
SRM	-	-	-
Stokvis	-	-	-
Stroc Industrie	-	-	-
Taq Morocco	35	35	0,0%
TGCC	6	5,5	9,1%
Timar	NC	8	-
TotalEnergies Marketing Maroc	NC	56	-
Unimer	1	-	-
Wafa Assurance	130	120	8,3%
Zellidja	-	-	-

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

ASSOCIATE

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

INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djadjo
+237 681 77 89 40
u.djadjo@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@wfabourse.com

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 54 42 98
t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 07 07 80 68 68
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane
+225 07 10 89 00
h.benromdhane@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe
+237 67 41 19 567
e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

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

Amine Elhajji
+212 5 22 42 87 09
a.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 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Youssef Hansali
+33 6 19 92 44 09
youssef.hansali@ugb-banque.com

AVERTISSEMENT

RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

