



**TAHA JAIDI**  
Directeur Stratégie



Suivez nous sur LinkedIn

## MARCHÉ ACTIONS : L'OPTIMISME DEVRAIT CÉDER LA PLACE AU RÉALISME

*Lors de cette édition de l'AGR House View, nous nous sommes intéressés à une question qui revenait souvent lors de nos récents échanges avec les investisseurs, à savoir : « Le marché Actions a-t-il déjà touché le creux ? ».*

*Il serait prétentieux de notre part, d'y répondre avec conviction, particulièrement dans le contexte actuel. Néanmoins, nous pouvons dresser les conditions préalables à une reprise soutenable du marché Actions marocain en 2023.*

### 1 LE PIVOT MONÉTAIRE EST LOIN D'ÊTRE D'ACTUALITÉ

*Bank Al-Maghrib devrait poursuivre son resserrement monétaire en 2023, ce qui écarte les anticipations d'un éventuel pivot. Un scénario peu favorable à la reprise du marché Actions.*

### 2 L'INFLATION N'EST PAS ENTIÈREMENT CONSOMMÉE

*Nous assistons à un décalage de la transmission de l'inflation vers la Demande locale. Une situation qui devrait continuer à peser sur plusieurs secteurs cotés.*

### 3 LA CHERTÉ DES ACTIONS EST L'INDICATEUR À SURVEILLER

*Au final, l'argument qui pourrait plaider en faveur des Actions est leur niveau de cherté. Nous préconisons les secteurs résilients dont le P/E cible est en deçà des 16,0x.*

Nous croyons que le marché boursier serait prédisposé à renouer avec une tendance haussière de fond une fois les investisseurs :

- (1) anticiperont un **pivot de la politique monétaire** de Bank Al-Maghrib... ;
- (2) ... ou bien, percevront une **reprise visible de la Demande locale** sous l'effet du retour de l'inflation à des niveaux modérés ... ;
- (3) ... ou encore, lorsque les Actions se traiteront à des **multiples de valorisation relativement « bas »** qui intègrent l'essentiel des risques générés par le contexte inflationniste actuel.

Il nous semble prématuré de valider les deux premières conditions, au moins sur les deux trimestres à venir. Par contre, les niveaux de valorisation demeurent aujourd'hui le seul argument crédible qui justifierait un éventuel retour d'intérêt envers les Actions.

L'expérience de la Fed révèle un impact sur l'inflation après 4 hausses successives du TD.

Le relèvement du TD soutiendrait le dirham et limiterait la prolifération de la monnaie fiduciaire.

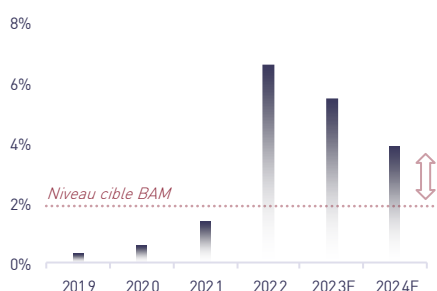
## LE PIVOT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EST LOIN D'ÊTRE D'ACTUALITÉ

Sur la base des dernières projections économiques et du discours du Gouverneur de Bank Al-Maghrib, nous croyons en le maintien d'une politique monétaire restrictive durant l'année 2023 (Cf. *Perspectives Politiques Monétaires 23*). Ce scénario est soutenu par une série d'arguments dont les principaux sont :

- La détermination affichée de BAM de vouloir éviter un cycle inflationniste long qui mettrait en péril les perspectives de croissance de l'économie marocaine sur le LT. Avec la persistance de l'inflation et une croissance acceptable du PIB autour des 3% en 2023E, la poursuite du relèvement du TD est loin d'être un scénario « désastreux » pour l'économie ;
- En tant qu'importateur net de produits énergétiques libellés en dollar, et dans la perspective de la hausse du service de la dette extérieure, la soutenabilité du dirham devient aujourd'hui un sujet de vigilance (Cf. *Stratégie de financement du Trésor 2023*). Ainsi, BAM ne peut se permettre un décalage significatif entre sa politique monétaire et celle des Grandes Banques Centrales à l'international.

### LES PRÉVISIONS DE L'INFLATION SONT TOUJOURS SUPÉRIEURES AU NIVEAU CIBLE DE 2%

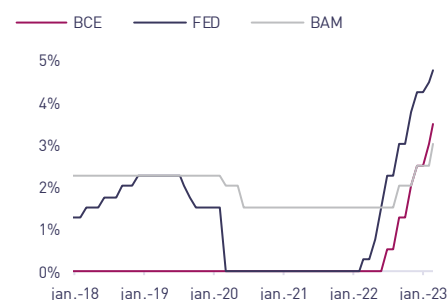
Évolution de l'inflation 2019-2024E



Sources: HCP, BAM, Calculs AGR

### LE DÉCALAGE MONÉTAIRE DE BAM PAR RAPPORT À L'INTERNATIONAL EST TOUJOURS VISIBLE

Processus de relèvement des TD (BAM / FED / BCE)

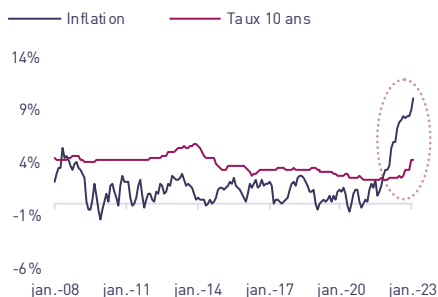


Sources: Bloomberg, BAM, Calculs AGR

- Les dernières prévisions de l'inflation au Maroc, qui projettent un niveau supérieur à 4,5% durant la période 2023E-2024E, portent la problématique de la rémunération de l'épargne au devant de la scène (Cf. *Taux Directeur Mars-2023*). Un TD de 3,0% n'est toujours pas suffisant pour rétablir les Taux de rendement réels en territoire positif ;
- La faiblesse de la rémunération de l'épargne semble favoriser dans la durée, la prolifération de l'économie informelle. Durant la période 2019-2022, la monnaie fiduciaire au Maroc a augmenté de plus de 100 MMDH pour atteindre un plus haut historique de 350 MMDH.

### LA RÉMUNÉRATION RÉELLE DE L'ÉPARGNE SE SITUE TOUJOURS EN TERRITOIRE NÉGATIF

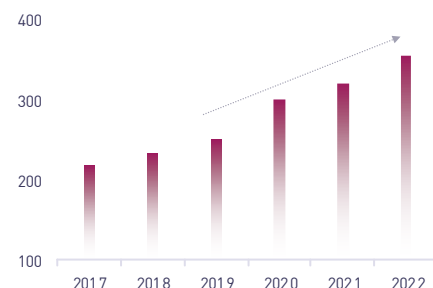
Évolution de l'inflation Vs. Rendement des BDT-10ans



Sources: Calculs AGR, Adjudication ATW bank

### LA MONNAIE FIDUCIAIRE A AUGMENTÉ DE 105 MMDH EN TROIS ANS

Évolution de la monnaie fiduciaire (En MMDH)



Sources: BAM, Calculs AGR

L'affaiblissement de la Demande commence à se faire sentir sur l'activité des secteurs Industriels et de Services.

Le P/E du marché Actions devrait être assez « bas » pour intégrer les risques liés à l'inflation.

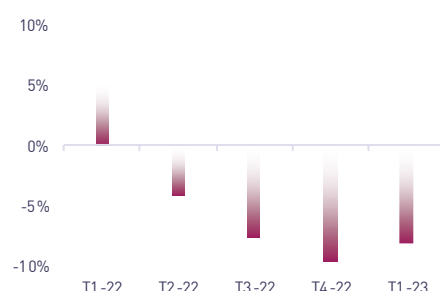
## L'IMPACT DE L'INFLATION SUR LA DEMANDE N'EST PAS ENTIÈREMENT CONSOMMÉ

En dépit de l'accélération du cycle inflationniste en 2022, nous assistons néanmoins, à un décalage visible de sa transmission vers la Demande locale. Cette situation est justifiée selon nous, par le renouvellement progressif des stocks des entreprises et par les effets différés relatifs aux chaînes logistiques. À cet effet, nous croyons que l'impact négatif de la soutenabilité de l'inflation n'est pas entièrement visible sur la dynamique de la Demande locale (Cf. *Résultats sociétés cotées T4-22*). Deux indicateurs en attestent :

- L'accélération de la tendance baissière de la consommation du ciment depuis le T2-22, considérée comme le baromètre de l'activité économique au Maroc ;
- La décélération de la croissance des revenus des secteurs Industriels et de Services cotés depuis le T1-22. À l'origine, un effet dégradation de la Demande locale qui prend de plus en plus le dessus sur l'effet prix relatif à l'inflation.

### LE RYTHME DE BAISSÉ DES VENTES DE CIMENT S'ACCÉLÈRE DEPUIS LE T2-22

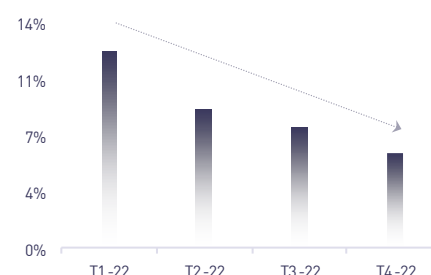
Croissance trimestrielle moyenne des ventes ciment



Sources: Calculs AGR, APC

### LA CROISSANCE DU CA DES SECTEURS COTÉS<sup>(1)</sup> EST RALENTIE PAR UN EFFET DEMANDE

Croissance du CA des secteurs cotés<sup>(1)</sup> (Industrie & Services)



Sources: Calculs AGR, Etats financiers sociétés cotées

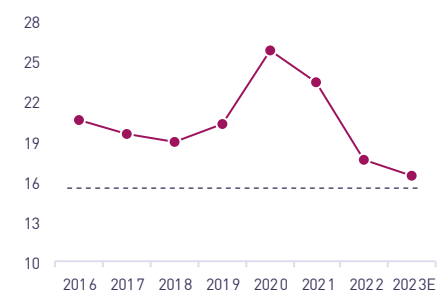
## LES ACTIONS POURSUIVENT LA NORMALISATION DE LEURS NIVEAUX DE VALORISATION

En l'absence des anticipations de pivot de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib et dans l'attente d'une solide reprise de la Demande locale, nous croyons que le principal argument qui pourrait plaider en faveur des Actions aujourd'hui est leurs niveaux de valorisation. Ces derniers devraient être relativement « bas » afin d'intégrer l'essentiel des risques générés par la persistance des pressions inflationnistes.

Concrètement, le P/E du marché poursuit sa normalisation depuis 2022 et se rapproche de notre cible fondamentale de 16,0x (Cf. *AGR House View Janvier 23*). Néanmoins, la disparité des P/E sectoriels exige une analyse plus fine pour évaluer le niveau d'attractivité des valorisations affichées.

### LA NORMALISATION DE LA VALORISATION DU MASI SE POURSUIT À TRAVERS UN P/E 22R<sup>(2)</sup> DE 17,7x

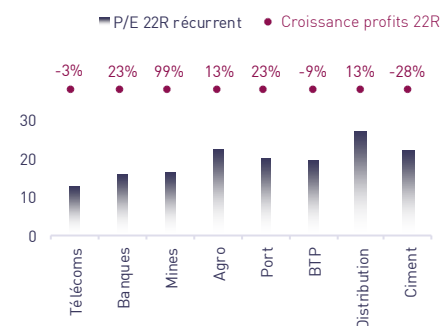
Évolution du P/E(x) pondéré de l'indice AGR-30



[2] P/E récurrent hors impacts exceptionnels sur les profits

### LA NORMALISATION DU P/E CACHE DES DISPARITÉS SECTORIELLES - AGR 30

P/E(x) pondéré (Bénéfices réalisés / Cours actuels en Bourse)



Sources: Calculs AGR, Etats financiers sociétés cotées

[1] Marché Actions hors Banques, Mines et Energie

Depuis son plus bas du 6 janvier 2023, l'indice MASI affiche une performance de 7,8%...

... portée principalement par les secteurs Banques et Mines.

Au-delà des Banques et Mines, nous privilégions deux nouveaux secteurs : les Télécoms et les Ports.

## QUEL BILAN DE NOS RECOMMANDATIONS STRATÉGIQUES DU MOIS DE JANVIER ?

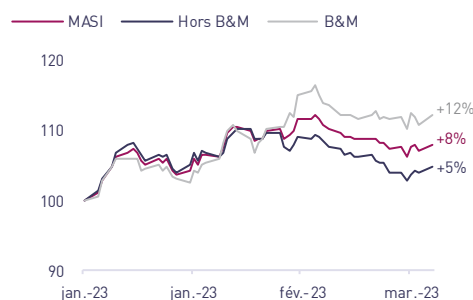
Lors de notre édition de janvier, nous avons considéré que le retournement haussier des Taux au Maroc justifie pleinement la correction des Actions. Selon nos estimations, cette nouvelle donne ramènerait le P/E cible du marché à 16,0x contre une moyenne de 19,6x observée au cours de la dernière décennie.

Dans ce contexte, nous avons recommandé une implémentation en faveur des secteurs Banques & Mines grâce à leur résilience face à l'inflation et à leurs multiples de valorisation relativement « bas ». À l'opposé, nous avons préconisé la prudence à l'égard des secteurs non financiers en raison de la faiblesse attendue de leur croissance bénéficiaire à compter du T4-22 (Cf. AGR House View Janvier 23).

Au terme du T1-23, le marché semble nous donner raison. Comme anticipé, les secteurs Banques & Mines surperforment le marché tant sur la croissance des profits que sur la performance boursière.

### L'INDICE BANQUES & MINES SURPERFORME LES SECTEURS NON-FINANCIERS DEPUIS JANVIER

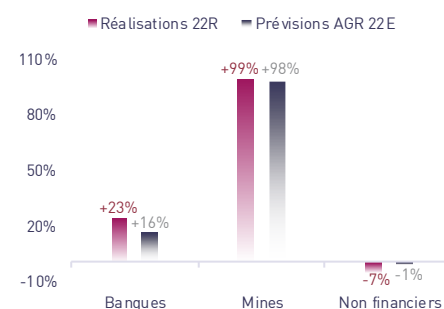
Indices base 100 (Banques & Mines / Non-financiers / MASI)



Sources: Calculs AGR, SIX iD

### LES BANQUES & MINES SE DISTINGUENT PAR LA QUALITÉ DE LEUR CROISSANCE

Croissance des profits récurrents AGR 30 (2022R Vs. 2022E)



Sources: Calculs & Estimations AGR

## COMMENT ABORDER LE MARCHÉ ACTIONS DURANT LE SECOND TRIMESTRE 2023 ?

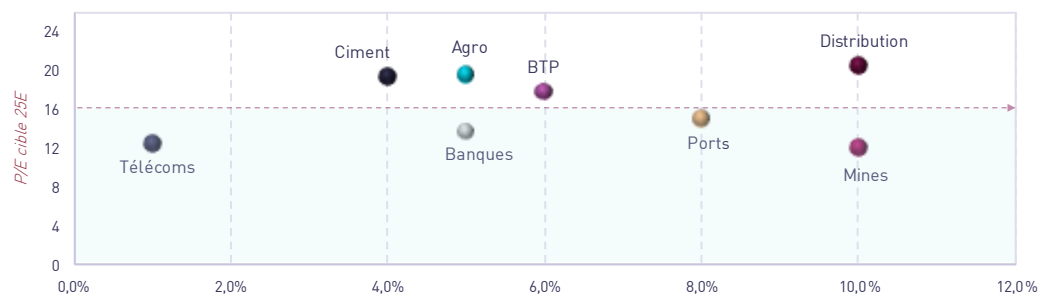
Face à la persistance des tensions inflationnistes, nous croyons que le marché Actions devrait faire face à une volatilité sensible durant le prochain trimestre. Ce scénario est soutenu par l'affaiblissement continu de la Demande dans un contexte marqué par les anticipations de la poursuite du resserrement monétaire de la part de Bank Al-Maghrib.

Nous continuons à privilégier les secteurs résilients face à l'inflation et dont les multiples de valorisation sont relativement « bas ». Pour le cas du marché Actions marocain, il s'agit d'un P/E 25E en dessous de notre niveau fondamental cible de 16,0x.

Notre approche conservatrice fait ressortir 4 secteurs qui pourraient faire l'objet d'une implémentation progressive et ce, dans le cadre d'une stratégie de placement à MT. Il s'agit des **Banques**, des **Mines**, des **Télécoms** et des **Ports**.

### LA NORMALISATION DES NIVEAUX DE VALORISATION PROFITE AUX SECTEURS RÉSILIENTS FACE À L'INFLATION

Profil de croissance des bénéfices récurrents 23E-25E Vs. Niveau de P/E 25E



Profil de croissance annuel moyen des profits 23E-25E

Sources: Calculs & Estimations 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.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

## SENIOR ANALYST

Anass Drif  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ANALYST

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

## FINANCIAL ANALYST

Ulderice 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 / Activités de Marché / Conseil

### BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui  
+212 5 29 03 68 27  
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria  
+225 20 21 98 26  
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares  
+212 5 29 03 68 34  
a.hares@attijari.ma

### SDM-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

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian  
+971 0 43 77 03 00  
sbahaderian@attijari-me.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

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

### ÉGYPTE

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

## BANQUE PRIVÉE

### FAMILY OFFICE - CASA 1

Sara Lemtouni  
s.lemtouni@attijariwafa.com

### CASABLANCA CENTRE 1

Nezha El Jai  
n.eljai@attijariwafa.com

### RABAT - SALÉ - KENITRA

Khaoula Lekhlit  
k.lekhlit@attijariwafa.com

### TANGER - TÉTOUAN

Yassir Ben Keddour  
b.yassir@attijariwafa.com

### INTERNATIONAL

Adil Smires  
a.smires@attijariwafa.com

### FAMILY OFFICE - CASA 2

Myriam Jakani  
m.jakani@attijariwafa.com

### CASABLANCA CENTRE 2

Youssef Ben Barka  
y.benbarka@attijariwafa.com

### MARRAKECH - TAFILALET

Salwa Chalabi  
s.chalabi@attijariwafa.com

### ORIENTAL

Amine Lqebbab  
A.lqebbab@attijariwafa.com

### SIÈGE BANQUE PRIVÉE

2, Bd My Youssef - Casablanca  
mabanqueprivée@attijariwafa.com

### FAMILY OFFICE - CASA 3

Abdelaziz Selkane  
a.selkane@attijariwafa.com

### CASABLANCA EXTENSION

Najib Naili  
n.naili@attijariwafa.com

### FÈS - MEKNÈS

Sanae Belkadi  
sa.belkadi@attijariwafa.com

### SOUSS - MASSA - SAHARA

Mohamed Harguil  
n.eljai@attijariwafa.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.

