



TAHA JAIDI
Directeur Stratégie



Suivez nous sur LinkedIn

MARCHÉ ACTIONS, VERS UN CHANGEMENT DE PARADIGME EN 2023?

Lors de cette première édition de l'AGR House View, nous nous sommes intéressés aux récentes évolutions du marché boursier marocain ainsi qu'aux différents signaux qui plaideraient en faveur d'un changement de paradigme à compter de 2023.

Dans un contexte où l'aversion au risque prend de plus en plus le dessus, nous vous présentons un certain nombre d'insights, de convictions et de recommandations qui vous permettraient de mieux appréhender le marché Actions lors des mois à venir.

1 LES ACTIONS PERDENT EN ATTRACTIVITÉ ...

L'écrasement des spreads de rendement « Actions-BDT » dans un contexte inflationniste s'est traduit par une hausse sensible de la Prime de Risque envers les Actions.

2 ... ET S'ORIENTENT VERS UN NOUVEAU PARADIGME

La nouvelle ère des Taux élevés conjuguée au profil de croissance des bénéficiaires ne semblent pas en mesure de soutenir les niveaux de valorisation historiques du marché boursier.

3 COMMENT ABORDER LE MARCHÉ ACTIONS ?

Nous privilégions les secteurs Banques & Mines grâce à leur résilience, à la bonne visibilité de leur croissance bénéficiaire et à la normalisation de leurs multiples de valorisation.

Si nous sommes amenés à réaliser une rétrospective sur les trois dernières années, nous allons rapidement nous rendre compte que les scénarii les moins probables sont ceux qui se sont finalement concrétisés. Nous avons connu la 1^{ère} pandémie depuis 100 ans, nous avons assisté à la 1^{ère} invasion en Europe depuis 75 ans, nous vivons la plus forte inflation depuis 40 ans et enfin, nous ressentons pour la 1^{ère} fois, les effets des changements climatiques dans notre quotidien.

Ces exemples attestent clairement que la « volatilité » et « l'incertitude » deviennent des composantes structurelles avec lesquelles les investisseurs devraient désormais cohabiter. Particulièrement pour le cas du Maroc, nous croyons que le croisement des tensions géopolitiques, la soutenabilité de l'inflation et le retournement haussier des Taux annoncerait un *changement de paradigme* du marché Actions.

Concrètement, il s'agirait de la fin d'une décennie marquée par une grande tolérance à l'égard des niveaux de valorisation élevés des sociétés cotées et le démarrage d'une nouvelle ère où le retour aux fondamentaux prendrait le dessus. À travers cette lettre, nous exposerons les principaux arguments qui plaident pour un tel scénario ainsi que nos recommandations stratégiques dans le cadre de la construction des portefeuilles Actions sur des horizons de placement MT.

L'AGR Indice de Confiance a anticipé la correction du marché Actions.

L'inflation a accentué le manque d'attractivité des Actions vis-à-vis des Taux.

LES ACTIONS PERDENT EN ATTRACTIVITÉ VIS-À-VIS DES TAUX...

À compter de février 2022, le marché Actions a entamé une tendance baissière de fond passant d'un plus haut de 13.986 pts à un plus bas de 9.718 pts. Il s'agit d'une contre-performance significative de -25,0% en l'espace de 11 mois. L'intensité de la correction se reflète au terme de la 1^{ère} semaine de janvier, durant laquelle l'indice MASI accuse la pire performance hebdomadaire de son histoire de -9,4%.

Les anticipations négatives des investisseurs envers l'évolution du marché Actions ont été révélées par l'AGR Indice de Confiance. En effet, après avoir atteint un plus haut historique en octobre 2021 à 67,4 pts, notre indice a enregistré deux baisses significatives, en avril 2022 et en octobre 2022, pour toucher un plus bas de 9 ans à 32,5 pts (Cf. AGR Indice de Confiance).

LES ACTIONS ONT ENTAMÉ UNE CORRECTION DE FOND DEPUIS FÉVRIER 2022

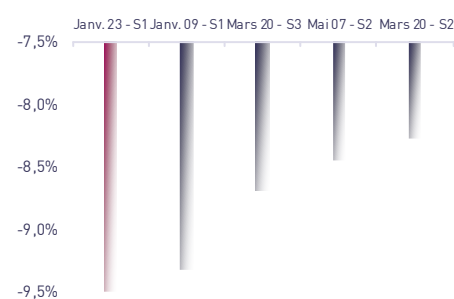
Indice MASI depuis 2020 (En points)



Sources: BVC, Bloomberg

LES ACTIONS ONT VÉCU EN JANVIER LA PIRE SEMAINE DE LEUR HISTOIRE

Classement des contre-performances hebdomadaires du MASI



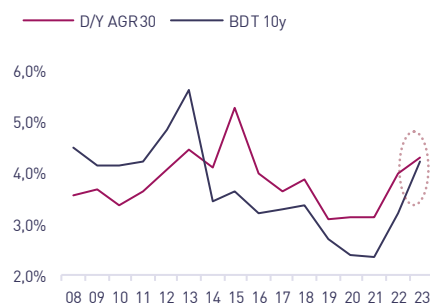
Sources: BVC, Bloomberg, Calculs AGR

La normalisation accélérée des Taux dans un contexte inflationniste est selon nous, le principal facteur à l'origine de la récente correction du marché boursier. Après une longue période de Taux bas (2014-2021) favorable aux Actions, nous avons assisté en 2022 à un retournement haussier de la courbe obligataire. Une situation qui a quasiment neutralisé les spreads de rendement entre les Actions et les BDT-10ans, passant de 80 PBS sur la période 2020-2022 à moins de 10 PBS en ce début d'année.

La composante inflation a selon nous, amplifié l'impact de l'écrasement des spreads sur le comportement vendeur des investisseurs. La persistance des tensions inflationnistes avec un niveau de 8,2% au T4-22, exerce des pressions haussières sur les exigences de rendement des investisseurs et par conséquent, sur la courbe des Taux (Cf. Taux Directeur Déc.22). À cet effet, le rendement du BDT-10ans est passé de 3,2% à 4,2% en janvier contre un D/Y 23E de 4,3% pour le marché boursier. Une situation qui réduit davantage l'attractivité des rendements de dividende offerts par les Actions.

LA NORMALISATION DES TAUX AU MAROC RÉDUIT L'ATTRACTIVITÉ DES ACTIONS

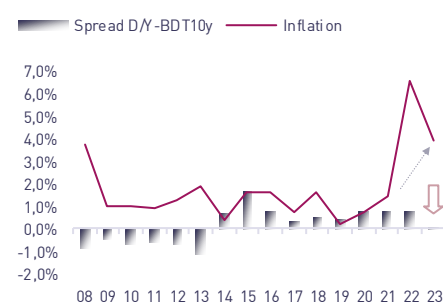
D/Y AGR30 / BDT10ans depuis 2008



Sources: Calculs & Estimations AGR, Adjudication ATW bank

L'INFLATION AMPLIFIE L'IMPACT DE L'ÉCRASEMENT DES SPREADS SUR LES ACTIONS

Inflation / Spread de rendement (D/Y AGR30 Vs. BDT-10ans)



Sources: Calculs & Estimations AGR, HCP

La hausse de l'AGR PDR de 5,9% à 8,0% sur 2021-2023 justifierait la correction des niveaux de valorisation des Actions.

...ET ACCUSENT UNE AUGMENTATION SENSIBLE DE LEUR PRIME DE RISQUE

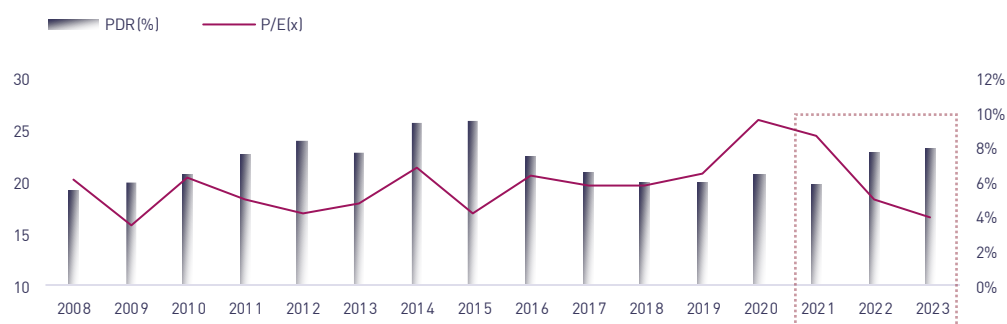
Alors que les prévisions de croissance des bénéfices agrégés de la cote durant la période 2022E-2023E s'élevaient à 6,9% en moyenne annuelle, nous assistons à une forte correction des multiples de valorisation du marché. Ainsi, le P/E 23E retombe à 16,6x contre une moyenne normative depuis 2008 de 19,6x.

Ce constat atteste que la récente baisse du marché Actions reposerait davantage sur un relèvement des taux d'actualisation appliqués par les investisseurs plutôt que sur une prévision de contraction des profits futurs des sociétés cotées.

La Prime de Risque calculée selon la méthode du sondage conforte cet avis à travers une hausse continue sur la période 2021-2023 passant de 5,9% à 8,0% (Cf. *AGR Prime de Risque*). En effet, nous continuons à privilégier la PDR par sondage par rapport aux PDR historiques et prospectives dans la mesure où celle-ci refléterait au mieux la réalité du marché marocain.

LE RÉAJUSTEMENT BAISSIER DES NIVEAUX DE VALORISATION S'EST ACCOMPAGNÉ PAR UNE HAUSSE DE LA PDR

P/E pondéré de l'AGR30, Prime de Risque Actions (calculée selon la méthode du sondage)



Sources: AGR Prime de Risque, Calculs & Estimations AGR

HORS « BANQUES & MINES », LES PRÉVISIONS DE CROISSANCE S'AVÈRENT FAIBLES...

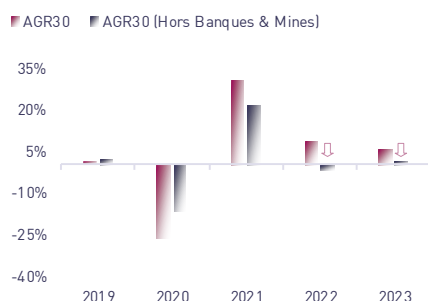
Néanmoins, il est important de souligner que le profil de croissance des bénéfices de la cote durant la période prévisionnelle 2022E-2023E cacherait des disparités sectorielles :

- Les secteurs Banques & Mines justifient l'essentiel de la croissance bénéficiaire de la cote. D'une part, les banques continuent de bénéficier de la normalisation de leur coût du risque en raison d'un effort de provisionnement important au début de la crise Covid. D'autre part, les minières profitent du contexte inflationniste à travers l'appréciation des cours des métaux et un dollar fort par rapport au dirham ;
- Hors Banques & Mines, la masse bénéficiaire de la cote afficherait un TCAM de -0,6% sur la période étudiée. En effet, le contexte inflationniste devrait peser sur la profitabilité de plusieurs secteurs. En 2022E, nous anticipons une dégradation de la marge opérationnelle de -2,9 pts à 19,3%. À noter que la marge opérationnelle moyenne de l'AGR30 s'élève à 22,2% durant la période 2018-2021.

Les « Banques & Mines » porteraient le TCAM des profits de la cote de -0,6% à 6,9% sur 2022E-2023E.

LES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES SONT À RELATIVISER

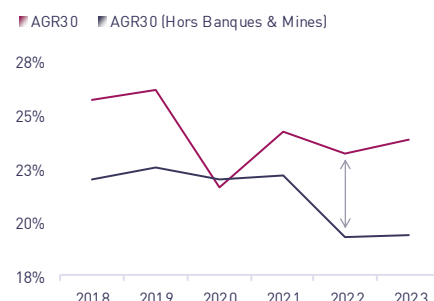
Croissance des profits AGR30 / AGR30 (Hors Banques & Mines)



Sources: Etats financiers, Calculs & Estimations AGR

LA BAISSÉ DES MARGES SERAIT PLUS PRONONCÉE POUR LES SECTEURS NON FINANCIERS

Marge opérationnelle AGR30 / AGR30 (Hors Banques & Mines)



Sources: Etats financiers, Calculs & Estimations AGR

Notre P/E fondamental cible du marché Actions ressort à 16,0x contre un niveau historique autour des 20,0x.

... NE PERMETTANT PAS DE SOUTENIR LES NIVEAUX DE VALORISATION HISTORIQUES

Nous croyons que le marché Actions est en phase de marquer une rupture avec ses niveaux de valorisation historiques, à savoir un multiple des bénéfices autour des 20,0x au cours des 15 dernières années. Cette nouvelle tendance a été identifiée lors de nos dernières publications relatives à la couverture des résultats trimestriels des sociétés cotées (*Résultats T4-21, Résultats T1-22, Résultats T2-22, Résultats T3-22*).

Sur la base de nos observations depuis 2008, nous constatons que les Actions se traitent généralement à des multiples de valorisation relativement bas durant les périodes de Taux élevés et vice-versa. Durant les phases où le rendement des BDT-10ans ressort à moins de 3,0%, le P/E du marché s'est établi à plus de 20,0x. Par ailleurs, les périodes où le rendement des BDT-10ans est supérieur à 4,0% sont généralement caractérisées par des P/E entre 15,7x et 17,2x.

Tenant compte de nos projections de croissance sur la période 2022E-2023E et sous l'hypothèse d'un niveau des Taux toujours élevé, nous ressortons avec un P/E fondamental pour le marché Actions de 16,0x. Ce niveau est en cohérence avec le comportement de la Bourse durant les périodes de Taux élevés ainsi que l'impact de la Prime de Risque sur les niveaux de valorisation de notre univers d'investissement. Au final, ce constat révèle deux points importants :

- (1) Les multiples de valorisation du secteur bancaire nous semblent déjà normalisés avec un P/E 23E de 13,8x présentant une décote de -16,0% par rapport au niveau cible du marché ;
- (2) Les multiples de valorisation des secteurs non-financiers présenteraient dans leur ensemble une prime de valorisation de 12,0% par rapport au niveau cible du marché, soit un P/E 23E de 18,2x et de 16,0x respectivement.

LE CONTEXTE HAUSSIER DES TAUX TIRE LES NIVEAUX DE VALORISATION VERS LE BAS

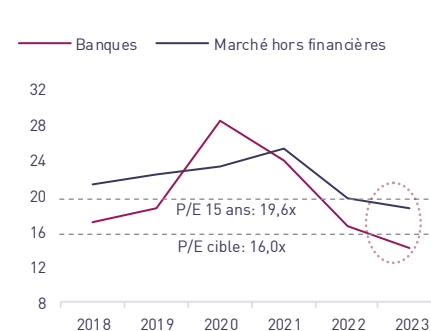
Observations : P/E, BDT-10ans et PDR depuis 2008

PDR	BDT 10y						
	2,3%	2,7%	3,3%	3,6%	4,1%	4,8%	5,6%
5,9%	23,5x						
6,0%		20,4x	19,0x		15,9x		
6,5%	25,9x		19,6x				
7,3%			20,6x			17,2x	
7,6%			17,3x		18,3x		
8,0%					15,7x		
8,4%						17,0x	
9,4%			21,4x				
9,6%				17,0x			

Sources: AGR Prime de Risque, Calculs & Estimations AGR

LE P/E DES BANQUES SERAIT DÉJÀ NORMALISÉ PAR RAPPORT AU MULTIPLE CIBLE DU MARCHÉ

Comparatif des P/E pondérés de l'AGR30



Sources: Etats financiers, Calculs & Estimations AGR

DANS LE CONTEXTE ACTUEL, QUELLE ATTITUDE ADOPTER ENVERS LES ACTIONS ?

Nous croyons que la récente correction du marché Actions est justifiée en grande partie par la tendance haussière des Taux au Maroc. Une situation qui a déclenché une correction des niveaux de valorisation des titres cotés. Par ailleurs, la faiblesse de la croissance bénéficiaire des secteurs non-financiers durant la période 2022E-2023E ne semble pas encore être intégrée au niveau des cours. Les répercussions de l'inflation et du ralentissement de la Demande ne devraient se faire sentir réellement qu'à partir du T4-22.

Dans ce contexte, nous privilégions les secteurs Banques & Mines. Ces derniers présentent une meilleure visibilité en termes de croissance, bénéficient d'une certaine résilience face à l'inflation et affichent des niveaux de valorisation en dessous de notre P/E fondamental cible. Ces deux secteurs pourraient faire l'objet d'une implémentation progressive et ce, dans le cadre d'une stratégie de placement sur un horizon MT.

Concernant les autres secteurs de la cote, nous préconisons la prudence dans l'attente que le marché intègre les annonces des résultats 2022E et les révisions de la croissance des profits en 2023E.

Nous privilégions les secteurs Banques & Mines dans le cadre d'une stratégie de placement à MT.

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

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 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, repenser 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.

