

# RESEARCH REPORT

EQUITY

JUIN  
2023

## TOTALENERGIES : UN RÉAJUSTEMENT DES NIVEAUX DE VALORISATION SE PROFILE

- 03 | Des pressions visibles sur les marges de distribution en 2022
- 04 | Une décélération attendue de la croissance des activités « G&E » et « GPL »
- 06 | Révision de notre exercice de valorisation du titre
- 07 | Un titre surévalué par rapport à ses comparables à l'international



Attijari  
Global Research

### VENDRE

Ancienne opinion	CONSERVER
Date de publication	17/01/2023
Ancien cours objectif	1.420

### TOTALENERGIES MARKETING MAROC

Secteur	DISTRIBUTION ÉNERGÉTIQUE
Reuters	TMA.CS
Bloomberg	TMA MC

### 1.050 DH

Actuel	1.325
Potentiel	-21%
Horizon	18 mois

## EXECUTIVE SUMMARY

Notre réévaluation du titre TotalEnergies Marketing Maroc intervient dans un contexte particulier marqué par une volatilité de la marge de distribution, une décélération de la croissance de la consommation du segment G&E ainsi qu'un réajustement haussier des taux d'actualisation en Bourse.

Au terme de notre exercice de valorisation, le cours cible du titre TotalEnergies Maroc ressort à **1.050 DH**, affichant un risque de correction de -21% et ce, en comparaison au cours en Bourse observé le 06/06/23. Au final, notre recommandation passe de **CONSERVER** à **VENDRE**.

La présente note de Recherche s'articule autour de quatre principaux points :

- Dans un contexte inflationniste qui perdure, nous prévoyons une décélération de la croissance des ventes du segment G&E de TotalEnergies Maroc passant d'un TCAM de +4,8% durant la période pré-Covid 2016-2019 à +3,5% sur la période 2023E-2025E. Néanmoins, l'opérateur devrait surperformer la croissance du secteur grâce au rythme d'extension soutenu de son réseau de distribution ;
- La stabilisation attendue de la marge de distribution après une phase de forte volatilité entre 2016 et 2022, se traduirait par une normalisation des bénéfices de TotalEnergies Maroc autour des 600 MDH à horizon 2025E. Une telle capacité bénéficiaire ne pourrait soutenir les niveaux de valorisation actuels du titre, à savoir: un P/E moyen de 20,6x durant la période 2023E-2025E ;
- La surévaluation du titre TotalEnergies Maroc est également justifiée par la méthode des « comparables » dont les résultats affichent une prime de valorisation de +35,0% au niveau du multiple P/E. Tenant compte de notre cours objectif de 1.050 DH, le P/E fondamental du titre se situerait en moyenne autour de 16,0x sur la période 2023E-2025E contre 20,6x sur la base du cours actuel. Aussi, le D/Y cible ressortirait à 5,3% en moyenne sur la période étudiée. Un couple « P/E-D/Y » correct tenant compte du profil de croissance de l'opérateur et du Taux du BDT-5 ans qui s'élève à 4,1% à fin mai 2023 ;
- Techniquement, le titre TotalEnergies Maroc est pénalisé par la hausse sensible de son taux d'actualisation qui passe de 7,4% en janvier 2021 à 10,4% en juin 2023. Une évolution justifiée principalement par l'appréciation des exigences de rentabilité des investisseurs en Bourse et le changement visible du profil risque de la valeur (beta) sous l'effet de la volatilité de sa marge de distribution au cours des trois dernières années.

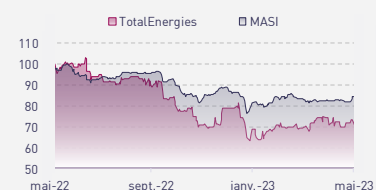
### Lamyae Oudghiri

Manager  
+212 529 03 68 18  
Loudghiri@attijari.ma

### Anass Drif

Financial Analyst  
+212 522 49 14 82  
a.drif@attijari.ma

### ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



### INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
TOTALENERGIES MAROC	0,8	4,5	-27,2
MASI	4,0	0,6	-12,1

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
TOTALENERGIES MAROC	0,4	0,3	1,6
MASI	133	92	111

Capitalisation	Au 02/06/2023
En MDH	11.379
En M\$	1.114

Cours arrêtés au 02/06/2023

Sources : Etats financiers TotalEnergies, Calculs & Estimations AGR

## DES PRESSIONS VISIBLES SUR LES MARGES DE DISTRIBUTION EN 2022

Les réalisations financières de TotalEnergies Maroc au terme de l'exercice 2022 ressortent en dessous de nos attentes. Alors que nous avions prévu une légère reprise de l'activité, les volumes de ventes de TotalEnergies Maroc se sont orientés à la baisse en 2022. À cet effet, l'EBE et le RNPG affichent des taux de réalisation autour des 80% au titre de l'exercice 2022.

### Un repli de l'activité dans un contexte peu favorable à la croissance

TotalEnergies Maroc affiche une baisse des volumes vendus de -2,2% à 1.749 KT en 2022. En effet, le rythme d'évolution des ventes a nettement décéléré durant la période 2020-2022 à travers un TCAM de +5,9% contre +9,9% durant la période 2016-2019. Ainsi, les ventes en volume demeurent inférieures aux niveaux observés durant la période pré-Covid, soit autour des 1.770 KT.

À l'origine de cette évolution deux principaux facteurs :

- Des pressions concurrentielles plus fortes que prévues. L'opérateur aurait sous-performé son marché et ce, en dépit de l'extension accélérée de son réseau de distribution à travers l'ouverture de 18 nouvelles stations en 2022. Tenant compte des données publiées par le ministère des Finances relatives aux recettes de la TIC énergétique, nous croyons que le secteur de la distribution aurait affiché un repli de -1,6% contre -2,2% pour TotalEnergies au terme de l'année 2022 ;
- Un contexte inflationniste inédit qui a pesé sur la dynamique de la consommation des ménages. À titre d'exemple, le prix moyen du baril de pétrole a augmenté de +40,0%, passant de 71 \$ en 2021 à 99 \$ en 2022.

### Une marge de distribution sous pression

Selon nos estimations, les marges de distribution du secteur ont sensiblement reculé en 2022. Une tendance justifiée d'une part, par une politique des prix agressive de la part du « Leader » et d'autre part, par le niveau élevé des cours du pétrole à l'international qui entraîne généralement une contraction des marges commerciales.

Dans ce contexte, la marge brute de l'opérateur a accusé un repli de -18,4% en 2022, entraînant une dégradation plus que proportionnelle de l'EBE de -33,9% à 1.083 MDH. Parallèlement, le RNPG affiche une baisse plus importante de -47,8% à 488 MDH sur la même année.

### Une forte augmentation du BFR..., qui pèse sur les niveaux d'endettement

La hausse significative des prix du pétrole à l'international a eu un impact significatif sur les besoins en cash générés par le cycle d'exploitation. À cet effet, le BFR ressort positif à 588 MDH en hausse de +1.145 MDH en 2022. Par conséquent, l'endettement net de TotalEnergies passe en zone positive pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis la libéralisation des produits énergétiques en 2016, soit à 478 MDH en 2022 contre une moyenne de -537 MDH sur la période 2017-2021.

Malgré la baisse de sa capacité bénéficiaire, TotalEnergies a maintenu son DPA inchangé au titre de 2022 à 56,0 DH. Ainsi, le taux de distribution représente 103% des bénéfices consolidés contre 79% sur la période 2019-2021. Le D/Y 22 ressort à 4,3%<sup>[1]</sup> contre 4,1% pour le BDT-5 ans et 3,6%<sup>[1]</sup> pour le marché Actions.

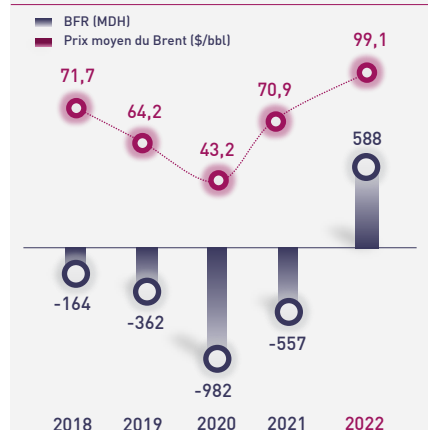
### TOTALENERGIES : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2022 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

EN MDH	2021	2022R	AGR 2022E	TR <sup>[3]</sup> AGR
<b>Volume (KT)</b> <sup>[2]</sup>	1.789	1.749	1.825	96%
<b>REX consolidé</b>	1.311	730	878	83%
Variation REX	+71,8%	-44,3%	-33,0%	+11,3 pts
<b>RNPG affiché</b>	935	488	589	83%
Variation RNPG	+107%	-47,8%	-37,0%	+10,8 pts
<b>DPA</b>	56	56	56	100%
Payout	54%	103%	85%	+18 pts

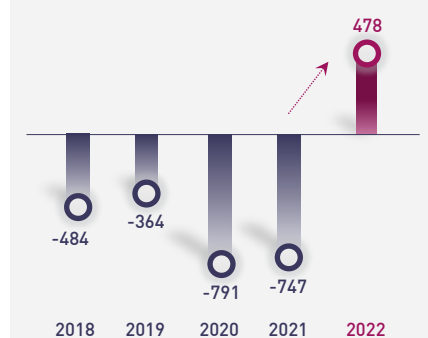
### TOTAL E : VOLUMES (KT) VS. PRIX À LA POMPE<sup>(4)</sup>



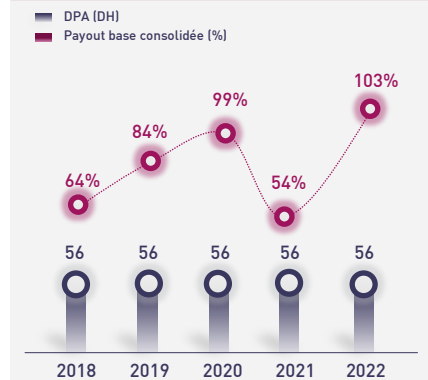
### TOTAL E : BFR (MDH) VS. COURS BARIL (\$/T)



### TOTAL E : ENDETTEMENT NET (MDH)



### TOTAL E : DPA (DH) VS. PAYOUT (%)



[1] Cours arrêté au 31/12/2022 ;

[2] L'analyse du CA demeure selon nous, peu pertinente pour la compréhension de l'évolution des indicateurs opérationnels de TM ;

[3] Taux de réalisation des résultats 2022 par rapport aux prévisions AGR 22E.

Sources : Etats financiers TotalEnergies, Calculs & Estimations AGR

## UNE DÉCÉLÉRATION ATTENDUE DE LA CROISSANCE DES ACTIVITÉS « G&E » ET « GPL »

Durant la période 2023E-2025E, nous pensons que TotalEnergies s'acheminerait vers un profil de croissance de son activité relativement inférieur à celui observé sur 2016-2019 de +9,9% par an.

La dynamique de croissance de TotalEnergies à compter de 2023E serait conditionnée selon nous, par deux principaux drivers. D'une part, l'évolution de la consommation des produits énergétiques au Maroc. D'autre part, le rythme d'extension de son réseau de distribution. Quant à la marge de distribution, nous croyons que l'opérateur évolue désormais dans un contexte ne favorisant pas l'amélioration de cet indicateur mais au mieux, sa préservation durant les deux années à venir.

Notre scénario de croissance des volumes des principaux segments d'activité de TotalEnergies se décline comme suit durant la période 2023E-2025E :

- **Activité Gasoil & Essence** : La consommation des produits blancs de l'opérateur afficherait selon nos estimations, un TCAM de +3,5% durant la période prévisionnelle 2023E-2025E, en légère décélération par rapport au niveau observé pré-Covid durant la période 2016-2019, soit de +4,8%. Tenant compte du contexte sectoriel actuel et de la « taille » de TotalEnergies, nous pensons que le rythme d'extension prévisionnel de son réseau de distribution (soit une moyenne de 12 ouvertures/an) ne serait pas en mesure de porter la croissance des volumes de vente au-delà des 5,0% par an à MT ;

### TOTALENERGIES : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ G&E

ACTIVITÉ G&E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Volume G&E (KT)	1.116	1.073	1.096	1.125	1.174
Variation	+18,2%	-3,9%	+2,1%	+2,6%	+4,4%
Poids G&E (%)	62,4%	61,3%	60,3%	59,6%	59,3%

- **Activité GPL** : Ce segment afficherait un TCAM de ses volumes de ventes de +3,9% durant la période 2023E-2025E contre +5,6% sur 2016-2019 (pré-Covid). Un profil de croissance qui nous semble cohérent avec le positionnement de TotalEnergies au sein de ce segment.

Ce scénario conservateur est soutenu par l'impact négatif de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages ainsi que l'implémentation progressive du secteur agricole des sources alternatives d'énergie considérées « plus propres ». À noter que l'activité GPL pèse près de 25% des volumes de vente et demeure dominée par les ventes de Butane.

### TOTALENERGIES : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ GPL

ACTIVITÉ GPL	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Volume GPL (KT)	429	439	455	471	491
Variation	+3,0%	+2,2%	+3,7%	+3,7%	+4,2%
Poids GPL (%)	24,0%	25,1%	25,0%	25,0%	24,8%

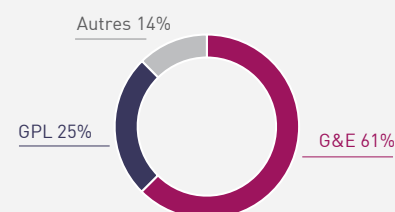
- **Activités Aviation & Lubrifiants** : Ce segment devrait afficher une nette reprise en lien avec le rebond attendu du secteur touristique à compter de 2023E. Il s'agit d'un TCAM des ventes de +9,0% durant la période 2023E-2025E, en cohérence avec le niveau observé durant la période 2020-2022 de +9,8%.

La contribution de cette activité demeure moins importante aux volumes de ventes à travers un poids estimé à 14% en 2022E.

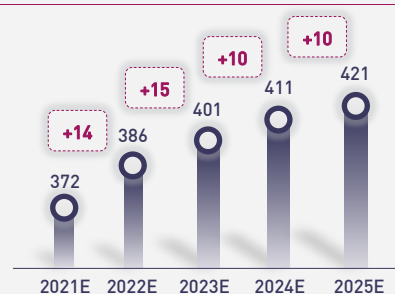
### TOTALENERGIES : SCÉNARIO D'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ AVIATION & LUBRIFIANTS

ACTIVITÉ A&L	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Volume A&L (KT)	243	237	266	293	316
Variation	+23,6%	-2,4%	+12,0%	+10,0%	+8,0%
Poids A&L (%)	13,6%	13,6%	14,6%	15,5%	15,9%

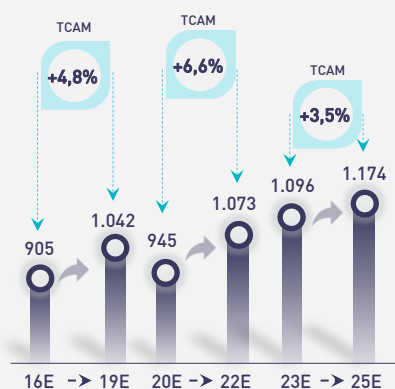
### TOTAL E : STRUCTURE DES VOLUMES 2022E



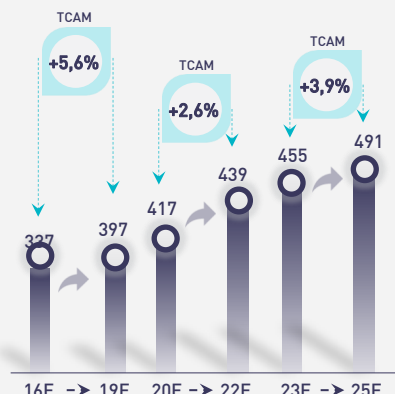
### TOTAL E : RÉSEAU DE DISTRIBUTION (STATIONS)



### TOTAL E : PROFIL DE CROISSANCE G&E (KT)



### TOTAL E : PROFIL DE CROISSANCE GPL (KT)



Sources : Etats financiers TotalEnergies, Calculs & Estimations AGR

## VERS UNE NORMALISATION DE LA CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE AUTOUR DES 600 MDH

Notre scénario de croissance future de TotalEnergies durant la période 2023E-2025E repose sur les hypothèses suivantes : **(1)** Une légère surperformance de la croissance des activités G&E & GPL par rapport au secteur permettant des gains cumulés de PDM de +30 PBS, **(2)** Un rythme d'ouverture moyen de 12 stations par an et **(3)** Une normalisation progressive du BFR passant de 3,0% du CA en 2022 à une cible de -3,0% du CA au terme de la période étudiée.

Dans cette perspective, les principaux indicateurs opérationnels et financiers de TotalEnergies évolueraient de la manière suivante :

- ⇒ Les volumes de ventes afficheraient un TCAM de +4,4% durant la période 2023E-2025E supérieur à celui du secteur, mais en décélération par rapport à la période pré-Covid (soit +9,9% sur 2016-2019). Ainsi, le niveau d'activité de l'opérateur devrait revenir à son niveau pré-Covid en dépassant les 1.800 KT à compter de 2023E ;
- ⇒ La marge de distribution du segment G&E devrait se stabiliser, justifiant une croissance de l'EBE légèrement supérieure à celle des volumes sur la période 2023E-2025E, soit un TCAM de +4,5%. La marge d'EBE par litre s'établirait selon nos estimations à 0,65 DH/L en moyenne durant la période 2023E-2025E contre 0,63 DH/L observée sur 2018-2020 ;
- ⇒ Les produits à forte VA au niveau de l'activité G&E, à l'image d'«Excellium», auraient atteint une certaine maturité. La contribution de ce produit aux volumes se stabiliserait autour des 15% en cohérence avec les marchés européens ;

### TOTALENERGIES : ÉVOLUTION DE LA MARGE D'EBE PAR LITRE (DH/L) DE L'ACTIVITÉ G&E

ACTIVITÉ G&E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBE (MDH)	1.190	728	846	884	922
Variation	+74,4%	-38,9%	+16,3%	+4,5%	+4,3%
Marge EBE (DH/l)	0,87	0,56	0,64	0,65	0,65

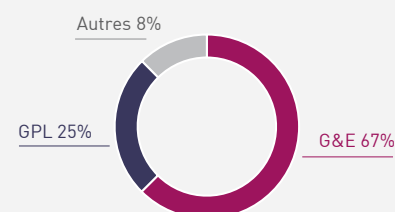
- ⇒ Tenant compte du relèvement progressif du taux d'IS à 35% à horizon 2026E, de la CSS<sup>(1)</sup> de 5,0% et d'un effet de base faible en 2022, le RNPG de TotalEnergies Maroc afficherait un TCAM de +7,9% sur la période 2022-2025E passant de 488 MDH à 614 MDH. Sur une base normative le TCAM des bénéfices récurrents se situerait autour des 5,0% à compter de 2024E ;

- ⇒ Dans ces conditions, nous retenons le scénario d'un maintien du DPA à 56 DH durant la période 2023E-2025E, équivalent à un payout moyen consolidé de 81%.

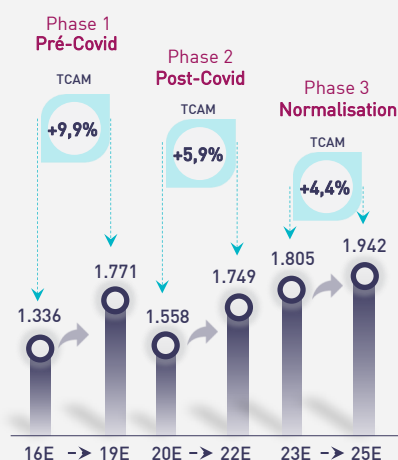
### TOTALENERGIES : COMPTE DE RÉSULTATS PRÉVISIONNEL SUR LA PÉRIODE 2023E-2025E

EN MDH	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Volume global (KT)	1.789	1.749	1.817	1.889	1.981
Variation	+14,8%	-2,2%	+3,9%	+4,0%	+4,9%
EBE	1.637	1.083	1.228	1.303	1.363
Variation	+54,7%	-33,9%	+13,4%	+6,1%	+4,6%
REX	1.311	730	861	918	955
Variation	+71,8%	-44,3%	+17,9%	+6,6%	+4,0%
RNPG	935	488	556	593	614
Variation	+107,2%	-47,8%	+14,0%	+6,5%	+3,6%
DPA (DH)	56	56	56	56	56

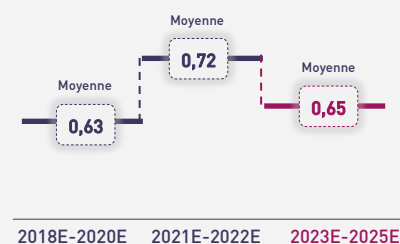
### TOTAL E : STRUCTURE EBE 2022E



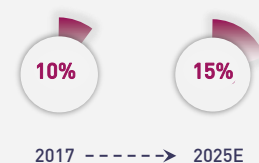
### TOTAL E : VOLUME DE VENTES (KT)



### TOTAL E : MARGE EBE G&E (DH/L)



### TOTAL E : POIDS CIBLE EXCELLIUM DANS G&E



(1) CSS: contribution sociale de solidarité de 5,0% pour les sociétés dont le bénéfice dépasse les 40 MDH (loi de finances 2023).



## ACTUALISATION DE NOTRE EXERCICE DE VALORISATION DU TITRE

### Actualisation de notre plan d'affaires prévisionnel 2023E-2025E

- Tenant compte de notre scénario d'évolution de la marge de distribution et des perspectives de croissance des volumes de ventes, nous ressortons avec une capacité annuelle moyenne des FCF de 992 MDH sur la période 2023E-2025E ;
- Nous avons retenu un CAPEX annuel moyen de 410 MDH sur 2023E-2025E contre une moyenne de 510 MDH durant la période 2019-2022. À horizon LT, le ratio CAPEX/EBE devrait se normaliser autour des 15,0%, équivalent à un flux d'investissement cible autour des 250 MDH ;
- La détente des tensions inflationnistes sur les produits énergétiques permettrait au BFR de se normaliser à compter de 2025E, passant à -3,0% du CA contre 3,0% en 2022. Un niveau en cohérence avec le profil économique du secteur de la distribution. Concrètement, nous nous attendons à une amélioration du BFR de 774 MDH en 2023E ;
- Grâce à la normalisation du BFR, l'Endettement Net afficherait une nette amélioration de +1.356 MDH passant de 478 en 2022 à -878 MDH à horizon 2025E. Une situation favorable au maintien d'un DPA de 56 DH sur le MT.

### TOTALENERGIES : ACTUALISATION DES PRÉVISIONS AGR 2023E-2025E

INDICATEURS (MDH)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBE CONSOLIDÉ	1.058	1.637	1.083	1.228	1.303	1.363
<i>Croissance EBE</i>	-7,9%	54,7%	-33,9%	+13,4%	+6,1%	+4,6%
% G&E	64,5%	72,7%	67,2%	68,9%	67,9%	67,6%
% GPL	29,6%	21,7%	24,6%	23,9%	24,5%	24,6%
% Autres	5,9%	5,6%	8,2%	7,2%	7,7%	7,8%
CAPEX	456	434	450	430	410	390
% EBE	43%	27%	42%	35%	31%	29%
BFR	-982	-557	588	-186	-386	-607
% CA	-11,1%	-4,3%	3,0%	-1,0%	-2,0%	-3,0%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	930	407	-723	1.302	798	877

### Synthèse de notre exercice de valorisation du titre TotalEnergies Maroc

Nous avons retenu un WACC de 10,4% tenant compte d'un coût des Fonds Propres (Kcp) de 13,5%, d'un coût de la Dette avant impôt (Kd) de 5,0% et d'un levier financier de 30%. Celui-ci est justifié selon nous par le financement structurel des stocks via la dette.

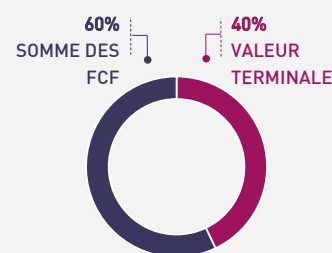
Ce taux d'actualisation relativement élevé pour le cas de TotalEnergies Maroc est justifié par :

- ⇒ La hausse de la Prime de Risque Actions d'un plus bas de 5,6% en mai 2021 à 8,0% en 2023 reflétant le retour de l'aversion au risque des investisseurs au sein du marché boursier [\[Cf. Prime de risque\]](#) ;
- ⇒ Le réajustement haussier du Beta (3 ans) à 1,11. Ce dernier intègre désormais la volatilité des résultats de l'opérateur sur les dernières années suite aux fluctuations des marges de distribution du segment G&E ;
- ⇒ La hausse du taux sans risque 10 ans (Rf) à 4,6%<sup>(1)</sup>. Ce dernier s'est apprécié de plus de +130 PBS en 2023. À l'origine, le relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs en BDT dans un contexte inflationniste marqué par la poursuite de la politique monétaire restrictive de Bank Al-Maghrib au T1-23 [\[Cf. AGR Marché des Taux T1-23\]](#).

Le taux de croissance à l'infini s'établit à 3,0% en cohérence avec le profil de croissance à LT du PIB au Maroc. À cet effet, la Valeur Terminale contribue à hauteur de 40,0% à la VE.

Au final, notre cours objectif du titre selon la méthode des DCF ressort à **1.050 DH**, affichant un potentiel baissier du titre en Bourse de -21% et ce, en comparaison au cours observé le 6 juin 2023 de 1.325 DH. Au final, nous révisons notre recommandation de **CONSERVER** à **VENDRE**.

### TOTAL E : VENTILATION DE LA VE



### TOTAL E : CALCUL DU COÛT DES FP

KCP	
Croissance à LT	3,0%
Taux sans risque (Rf) <sup>(1)</sup>	4,6%
Prime de risque	8,0%
Beta	1,11
<b>COÛT DES FP</b>	<b>13,5%</b>

(1) Taux BDT 10 ans, marché secondaire, au 30 mai 2023.

### TOTAL E : CALCUL DU WACC

WACC	
Coût de la dette <sup>(2)</sup>	5,0%
Levier Financier	30,0%
<b>WACC</b>	<b>10,4%</b>

(2) Niveau cible tenant compte du TD actuel

### TOTAL E : VALORISATION PAR ACTION

Endettement Net 2022	478
<b>VALEUR DES CP(MDH)</b>	<b>9.412</b>
<b>Valeur par action (DH)</b>	<b>1.050</b>

Sources : Etats financiers TotalEnergies, Calculs & Estimations AGR

## UN TITRE SURÉVALUÉ PAR RAPPORT À SES COMPARABLES À L'INTERNATIONAL

Afin de positionner TotalEnergies par rapport à ses comparables à l'international, nous avons sélectionné un échantillon de sociétés opérant dans le secteur de la distribution énergétique.

Pour l'élaboration de notre sélection, nous nous sommes basés sur la marge d'EBE et le profil de croissance de l'EBE. Ainsi, nous avons retenu 7 sociétés à l'international opérant en Chine, en Thaïlande, au Brésil, en Côte d'Ivoire, au Sénégal et à Oman.

En 2022, notre benchmark international affiche une marge d'EBE moyenne de 3,3% contre 5,5% pour TotalEnergies. Durant 23E-24E, le profil de croissance de l'EBE de notre benchmark ressort à +5,9% contre +6,1% pour TotalEnergies.

### TABLEAU SYNTHÈSE : MULTIPLES DE VALORISATION DES COMPARABLES 2023E-2024E

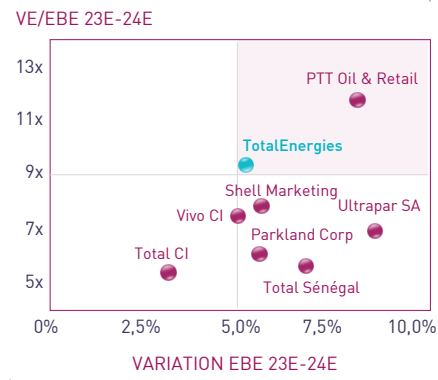
COMPARABLES	PAYS	JUIN.23 (M\$)	2022		VARIATION 23E-24E		MOYENNE 23E-24E	
			CAPITALISATION	MARGE EBE	EBE	VE/EBE	P/E	
Parkland Corp	Chine	4.495		4,2%	5,6%	6,9x	12,7x	
PTT Oil & Retail	Thaïlande	6.921		2,4%	8,1%	10,5x	18,2x	
Ultrapar SA	Brésil	4.061		3,4%	6,2%	6,7x	17,0x	
Total Cote d'Ivoire <sup>(1)</sup>	CI	211		4,1%	3,7%	5,6x	10,8x	
Total Sénégal <sup>(1)</sup>	Sénégal	136		3,5%	7,0%	6,7x	12,0x	
Vivo Energy Cote d'Ivoire <sup>(1)</sup>	CI	69		2,1%	5,0%	7,5x	18,0x	
Shell Marketing	Oman	236		3,5%	6,0%	7,7x	20,6x	
<b>MOYENNE BENCHMARK<sup>(1)</sup></b>	-	<b>2.304</b>		<b>3,3%</b>	<b>+5,9%</b>	<b>7,4x</b>	<b>15,6x</b>	
<b>TOTALENERGIES</b>	<b>MAROC</b>	<b>1.114</b>		<b>5,5%</b>	<b>+6,1%</b>	<b>9,2x</b>	<b>21,1x</b>	
			<b>Prime/Décote</b>	<b>+2,2 pts</b>	<b>+0,2 pt</b>	<b>+25%</b>	<b>+35%</b>	

(1) Par mesure de prudence, nous avons retenu les P/E normalisés sur la période 2021-2022

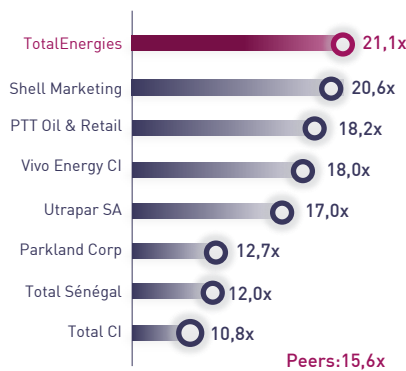
Au terme de cet exercice, nous relevons que le titre TotalEnergies est relativement surévalué par rapport à la moyenne affichée par notre benchmark international. Un constat qui conforte les conclusions obtenues par la méthode des DCF. Plus en détails :

- ⇒ Le multiple VE/EBE de TotalEnergies ressort à 9,2x contre une moyenne de 7,4x observée pour notre benchmark durant la période prévisionnelle 2023E-2024E, soit une prime de valorisation de +25% ;
- ⇒ Le P/E de TotalEnergies Maroc s'établit à 21,1x, équivalent à une capacité bénéficiaire moyenne de 575 MDH durant la période 2023E-2024E. Par ailleurs, notre benchmark affiche un P/E de 15,6x sur la même période avec une fourchette basse de 10,8x et une fourchette haute de 20,6x. Il s'agit ainsi d'une prime de valorisation de +35%.

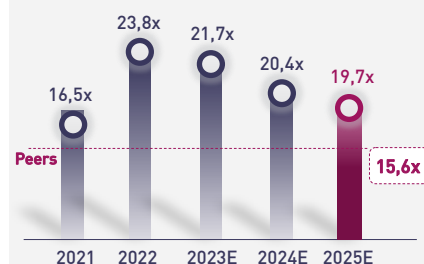
### BENCHMARK : VE/EBE VS. VAR EBE 23E-24E



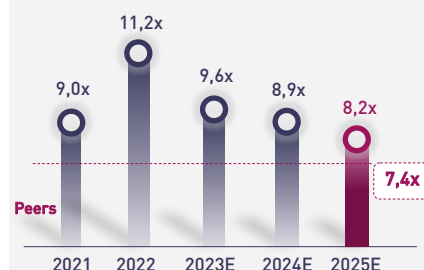
### BENCHMARK : POSITIONNEMENT P/E 23E-24E



### TOTAL E : ÉVOLUTION MULTIPLE P/E



### TOTAL E : ÉVOLUTION MULTIPLE VE/EBE



(1) Cours arrêtés le 02/06/2023.

Sources : Etats financiers TotalEnergies, Bloomberg, Calculs & Estimations AGR

## TOTALENERGIES MAROC DISTRIBUTION ÉNERGÉTIQUE | MAROC |

BLOOMBERG: TMA MC

Croissance (%)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Volumes vendus	-12,0%	14,8%	-2,2%	3,9%	4,0%	4,9%
CA Publié	-28,3%	45,9%	53,2%	-5,8%	4,0%	4,9%
EBE Ajusté	-7,9%	54,7%	-33,9%	13,4%	6,1%	4,6%
Résultat Net PDG	-24,8%	107,2%	-47,8%	14,0%	6,5%	3,6%
DPA	-	-	-	-	-	-
Profitabilité / Rentabilité	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marge EBE	12,0%	12,7%	5,5%	6,6%	6,8%	6,7%
Marge Opérationnelle	8,6%	10,2%	3,7%	4,6%	4,8%	4,7%
Taux d'IS Apparent	44,9%	32,2%	30,0%	32,0%	33,0%	34,0%
Marge Nette	5,1%	7,3%	2,5%	3,0%	3,1%	3,0%
FCF/EBE	87,9%	24,8%	-66,7%	106,0%	61,3%	64,3%
ROE	19,6%	33,6%	17,6%	20,5%	21,0%	20,7%
Payo ut (base sociale)	102%	57%	104%	87%	81%	78%
P & L (M DH)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Volumes vendus (KT)	1558	1789	1749	1817	1889	1981
CA Publié	8.824	12.870	19.719	18.566	19.303	20.247
EBE	1058	1637	1083	1228	1303	1363
REX	763	1311	730	861	918	955
Impôt	323	419	187	251	282	306
Résultat Net	396	883	437	534	572	594
Quote part participations	56	52	51	52	52	52
RNPG	451	935	488	556	593	614
Bilan (M DH)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Capitaux Propres Consolidés	2.299	2.780	2.767	2.851	2.973	3.117
Minoritaires	-	-	-	-	-	-
BFR	-982	-557	588	-186	-386	-607
Endettement Net	-791	-747	478	-309	-559	-878
Gearing (%)	-34%	-27%	17%	-11%	-19%	-28%
Trésorerie	1678	1553	1699	1374	1524	1842
Flux de Trésorerie (M DH)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Variation BFR	-620	425	1145	-774	-200	-221
CAPEX brut récurrent	456	434	450	430	410	390
Taux d'IS normatif	45%	32%	30%	32%	33%	34%
FCF affiché	930	407	-723	1302	798	877
Dividendes (n-1)	502	448	502	502	502	502
Multiples de valorisation	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	23,8	16,5	23,8	21,7	20,4	19,7
D/Y (%)	4,2%	3,3%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%
P/B (x)	4,7	5,5	4,2	4,2	4,1	3,9
VE/EBE (x)	9,4	9,0	11,2	9,6	8,9	8,2
Données par Action (DH)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cours fin de période	1200	1720	1298	1350	1350	1350
BPA	50	104	54	62	66	69
DPA	50	56	56	56	56	56
ANA	257	310	309	318	332	348

(1) Cours arrêtés le 02/06/2023.

Sources : Etats financiers TotalEnergies Marketing Maroc, Calculs &amp; 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 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

### FINANCIAL ANALYST

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

### SENIOR ANALYST

Inès 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@wafabourse.com

### CUSTODY - MAROC

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

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

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

### BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane  
+216 71 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 09  
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.darwish@barclays.com

### 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  
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 ses 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 pourra 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 particulièrement 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 Egypte. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

