

# RESEARCH REPORT

EQUITY

JUIN  
2024

T1

T2

T3

T4

## | MAROC | TRIMESTRIEL Résultats des sociétés cotées

### DANS L'ATTENTE DE L'EFFET INVESTISSEMENT SUR LA CROISSANCE

03 | Les banques tirent la croissance des revenus pour le 4<sup>ème</sup> trimestre consécutif

04 | Vers un effet rattrapage de la performance des banques en 2024 ?

05 | Annexe des résultats au T1-24



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## EXECUTIVE SUMMARY

Durant ce 1<sup>er</sup> trimestre 2024, l'activité des sociétés cotées a évolué dans un contexte général marqué par : (1) Le reflux de l'inflation à 1,2% en moyenne, (2) Des conditions climatiques peu favorables ayant impliqué une contraction de la VA agricole de -3,9%, (3) Les annonces de plusieurs chantiers dans le cadre de la CAN 2025, de la CDM 2030, de la réhabilitation de la région d'Al-Haouz et enfin, (4) Le lancement du programme d'aide directe au logement.

À l'analyse des réalisations opérationnelles des sociétés cotées, nous ressortons avec les conclusions suivantes :

- La croissance des revenus du marché de +4,0% au T1-24 a été portée par le secteur bancaire dont le PNB agrégé affiche une progression de +21,6% (+3,9 MMDH). Hors ce secteur, le marché Actions accuse une baisse de ses revenus de -1,7% au terme de la même période ;
- Les réalisations trimestrielles du marché cachent certaines disparités. Plus de 40% des sociétés cotées accusent une baisse de leur CA au T1-24, soit 28 sociétés. À noter que ce niveau s'élevait en moyenne à 1/3 au cours des 4 derniers trimestres. Une situation qui pourrait s'expliquer par l'impact de la baisse de l'inflation sur les prix de vente ainsi que le décalage de la concrétisation de certains projets d'investissement ;
- Malgré la qualité de ses réalisations au cours des derniers trimestres, le secteur bancaire se traite toujours à des multiples de valorisation inférieurs de plus de 30% à ceux des secteurs non-financiers, soit des P/E 24E de 15,1x contre 23,1x respectivement. Une situation paradoxale qui devrait selon nous, se réajuster à travers un effet rattrapage de la « *performance* » des valeurs bancaires conjugué à un effet « *prise de bénéfices* » au niveau des secteurs non-financiers ;
- Enfin, et à la lecture des communiqués de presse des émetteurs, nous relevons un « optimisme » général quant à l'amélioration de leurs indicateurs d'activité à compter du second semestre 2024. À l'origine, une Demande globalement plus dynamique en raison de l'exécution effective des différents projets d'investissement annoncés.

**Maria IRAQI**

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

**Anass DRIF**

Analyste Financier  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@attijari.ma

(1) Hors financières

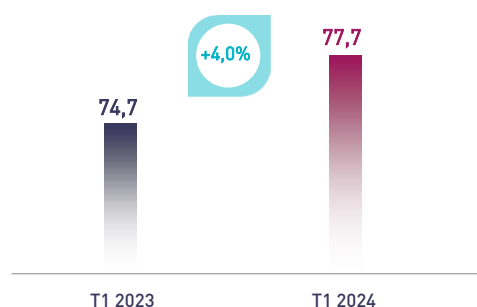
## LES BANQUES TIRENT LA CROISSANCE DES REVENUS POUR LE 4<sup>ÈME</sup> TRIMESTRE CONSÉCUTIF

Le reflux de l'inflation depuis 2023 s'est traduit sur le profil de croissance des revenus des sociétés cotées. Celles-ci ont affiché leur plus faible croissance trimestrielle au cours des 3 dernières années, soit de +2,3%<sup>(1)</sup> au T4-23. Au terme de ce 1<sup>er</sup> trimestre de l'année 2024, nous assistons à une reprise de la croissance du CA de la cote, soit de +4,0% à 77,7 MMDH.

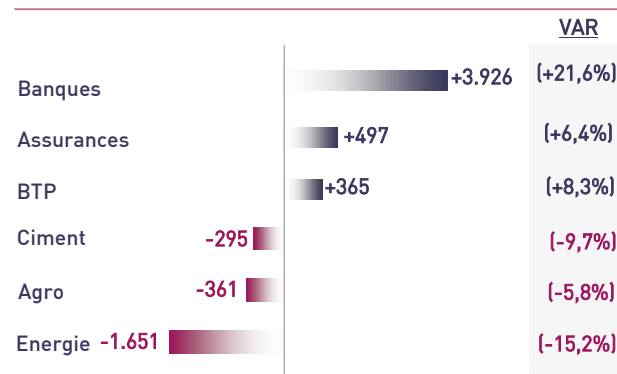
Cette évolution cache tout de même des disparités. En effet, plus de 40% des sociétés cotées accuse une baisse de leur CA au T1-24, soit 28. Parallèlement, 57% des sociétés cotées affichent une progression de leur CA, soit 39 et une seule société enregistre des réalisations stables sur la même période. Au final, deux secteurs attirent notre attention :

- Le secteur **Bancaire** affiche une hausse de +3.926 MDH (+21,6%) de son PNB consolidé, arrivant pour le 4<sup>ème</sup> trimestre consécutif en tête des secteurs ayant le plus contribué à la croissance des revenus du marché ;
- Le secteur **Energie** continue de pâtir du repli des cours des intrants énergétiques à l'international et ce, depuis le T2-23. Il s'agit ainsi d'une contre-performance de -1.651 MDH (-15,2%).

### MARCHÉ : ÉVOLUTION DU CA TRIMESTRIEL (MMDH)



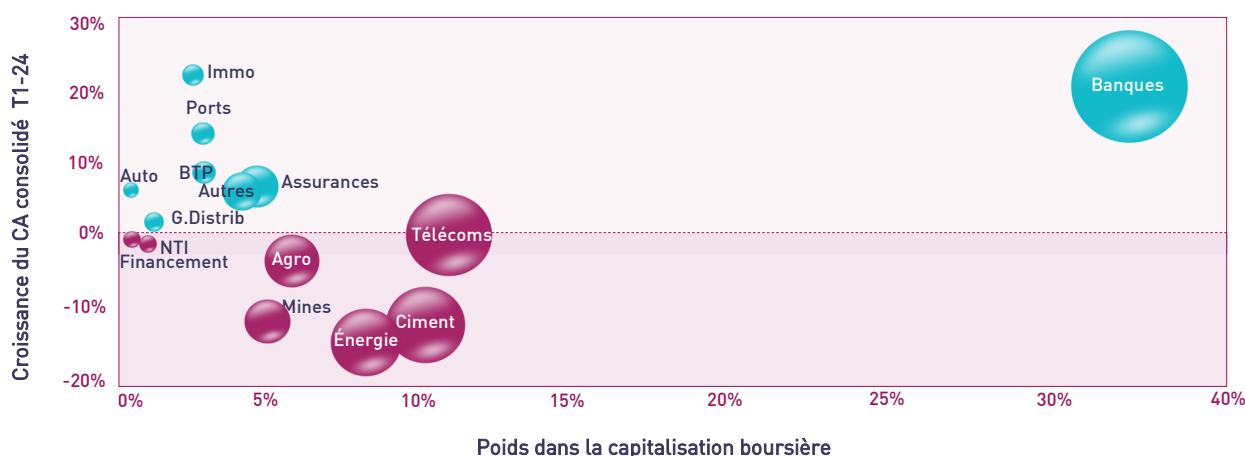
### MARCHÉ : CROISSANCE PAR SECTEUR DU CA AU T1-24 (MDH)



En variation relative, l'évolution des revenus des différents secteurs cotés se présente comme suit:

- 8 secteurs cotés, représentant plus de 56% de la capitalisation boursière, affichent une appréciation de leurs CA au terme du premier trimestre de cette année. Il s'agit des secteurs : Banques (+21,6%), Immobilier (+21,6%), Ports (+13,5%), BTP (+8,3%), Automobile (+7,4%), Autres (+7,3%), Assurances (+6,4%) et Grande Distribution (+1,3%) ;
- 2 secteurs cotés, dont le poids dans la capitalisation est de 13%, ont réalisé des revenus quasi-stables. Il s'agit des secteurs Télécoms et Financement dont le chiffre d'affaires trimestriel affiche une légère baisse de -0,3% ;
- 5 secteurs cotés accusent un repli de leurs revenus à savoir : Energie (-15,2%), Ciment (-9,7%), Mines (-9,3%), Agro-alimentaire (-5,8%) et NTI (-1,9%). Ceux-ci pèsent près de 31% au niveau de la capitalisation boursière.

### MARCHÉ ACTIONS : CROISSANCE DES PRINCIPAUX SECTEURS COTÉS (%) AU T1-24 Vs. POIDS DANS LA CAPITALISATION BOURSIÈRE



(1) Il s'agit d'un plus bas depuis le T1-21

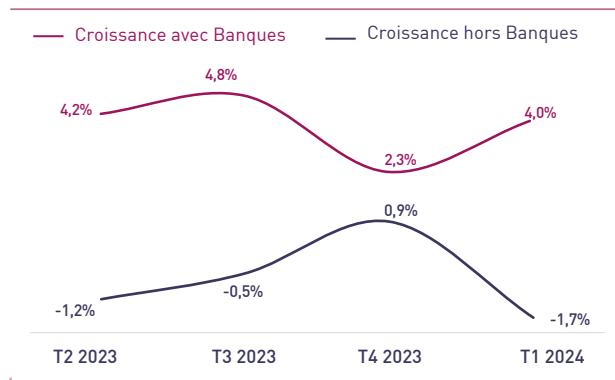
Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

## VERS UN EFFET RATTRAPAGE DE LA PERFORMANCE DES BANQUES EN 2024 ?

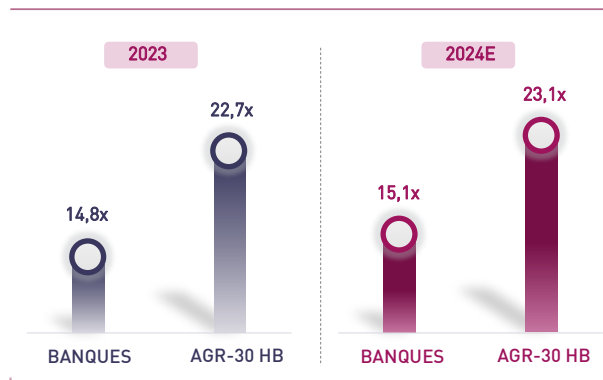
À l'analyse des réalisations trimestrielles de la cote depuis 2023, nous relevons une forte contribution des banques. Sur la période étudiée, la croissance moyenne des revenus du marché de +3,8% a été portée par le secteur bancaire. Ce dernier affiche une moyenne de ses revenus de +17,5% contre -0,6% pour les secteurs non financiers. À l'origine de cette surperformance, la résilience de la dynamique des crédits face aux chocs inflationnistes.

Paradoxalement, le secteur bancaire se traite à des multiples de valorisation nettement inférieurs à ceux des secteurs non-financiers. Il s'agit des P/E 24E respectifs de 15,1x contre 23,1x. Malgré la résilience de son profil de croissance, le secteur bancaire coté affiche une décote de valorisation non négligeable de près de 35,0% par rapport aux niveaux observés pour les secteurs non-financiers.

### MARCHÉ : CROISSANCE BANQUES VS. HORS BANQUES



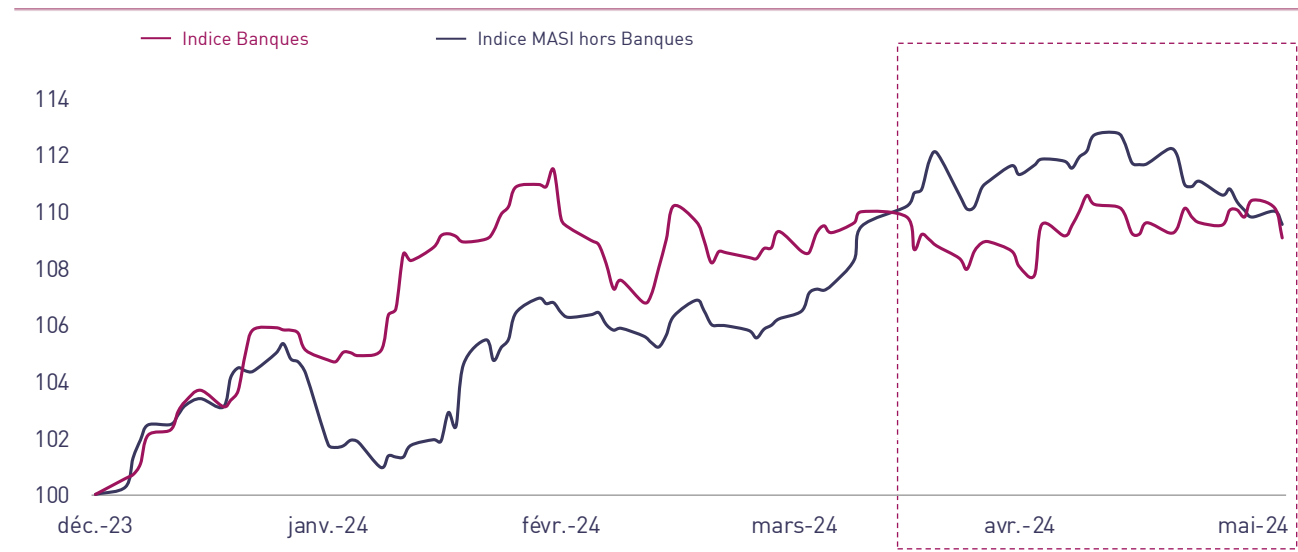
### P/E : AGR-30 HORS BANQUES (HB) VS. SECTEUR BANQUES



D'un point de vue boursier, l'indice « Banques » sous-performe l'indice des secteurs « non-financiers » et ce, depuis le T2-24. Une situation qui nous semble difficilement soutenable tenant compte des réalisations opérationnelles de la cote en 2024.

Dans ces conditions, nous nous attendons à un rééquilibrage en termes de valorisation entre le secteur bancaire d'une part, et les autres secteurs de la cote d'autre part. Concrètement, nous croyons en un effet de rattrapage de la performance des valeurs bancaires. Ce processus devrait s'accélérer par un mouvement de prise de bénéfices sur une bonne partie des secteurs non-financiers.

### ÉVOLUTION DE L'INDICE MASI HORS BANQUES VS. INDICE BANQUES DEPUIS 2023 (BASE 100)



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


**RÉSULTATS TRIMESTRIELS**

		Chiffre d'Affaires/PNB		
En MDH		T1-24	T1-23	Var
Tel.	Maroc Telecom	9 066	9 093	-0,3%
	Cosumar	2 439	2 512	-2,9%
Agro-alimentaire	Lesieur Cristal	1 506	1 777	-15,3%
	SBM	362	466	-22,4%
	Oulmès	544	452	20,3%
	Mutandis	470	465	1,1%
	Dari Couspate	222	235	-5,4%
	Unimer	273	269	1,5%
	Attijariwafa bank	8 520	6 861	24,2%
Banques	BCP	6 049	4 820	25,5%
	BOA	4 465	3 834	16,5%
	CIH Bank	1 123	969	15,9%
	BMCI	910	792	14,8%
	Crédit du Maroc	791	719	10,0%
	CFG Bank	208	144	44,4%
	Wafa Assurance	4 073	3 605	13,0%
Assurances	Sanlam Maroc	2 147	2 193	-2,1%
	AtlantaSanad	1 962	1 893	3,6%
	AFMA	86	80	7,8%
BTP	Sonasid	1 249	1 343	-7,0%
	TGCC	1 709	1 229	39,1%
	Delta Holding	689	600	14,8%
	Jet Contractors	603	521	15,9%
	Aluminium du Maroc	264	307	-14,0%
	SNEP	113	272	-58,7%
	Colorado	130	119	8,5%
CM	LafargeHolcim Maroc	1 884	2 131	-11,6%
	Ciments du Maroc	870	918	-5,2%
Immo	Addoha	689	572	20,5%
	Alliances	650	523	24,3%
	RDS	54	51	5,9%
Energie	TotalEnergies Marketing Maroc	4 230	4 346	-2,7%
	Taqa Morocco	2 959	4 090	-27,7%
	Afrikaia Gaz	2 046	2 449	-16,5%
Dis	Label Vie	3 825	3 777	1,3%
	Auto Hall	1 169	1 069	9,4%
Auto	Auto Nejma	647	622	4,0%
	Port	Marsa Maroc	1 140	1 004
Mines	Managem	1 935	2 220	-12,8%
	SMI	251	214	17,3%
	CMT	140	131	6,9%
NTI	Disway	438	481	-8,9%
	HPS	288	265	8,6%
	S2M	58	59	-3,2%
	M2M Group	23	17	35,3%
Financement	Eqdom	130	132	-1,5%
	Maghrebail	980	948	3,4%
	Maroc Leasing	65	97	-33,2%
	Salafin	93	95	-2,0%
	Akdital	611	380	60,8%
	Ennakl Automobiles	456	445	2,3%
	Sothema	656	597	9,9%
	Risma	253	273	-7,3%
	Promopharm	171	172	-0,6%
	CTM	156	143	9,1%
Autres	Timar	140	175	-20,0%
	Aradei Capital	146	142	2,7%
	Fenie Brossette	155	151	2,6%
	SRM	35	61	-43,0%
	Stokvis Nord Afrique	29	50	-42,0%
	Maghreb Oxygène	71	71	-0,7%
	Afric Industries	10	9	9,7%
	Med Paper	22	30	-27,0%
	Immoyente Invest	18	16	15,3%
	Stroc Industrie	21	27	-20,8%
	Balima	12	12	4,5%
	Zellidja	155	151	2,6%
	Rebab Company	0,007	0,007	0,0%
	DLM	NC	NC	-
	IB Maroc.com	NC	NC	-

Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs AGR

## ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

### DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi  
+212 5 29 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma  
Casablanca

### MANAGER

Lamyae Oudghiri  
+212 5 29 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhouni@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Walid Kabbaj  
+212 5 22 49 14 82  
w.kabbaj@attijari.ma  
Casablanca

### DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou  
+212 5 29 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma  
Casablanca

### MANAGER

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

### ASSOCIATE

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

### INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

### FINANCIAL 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

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

## 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

### AIS- MAROC

Tarik Loudiyi  
+212 5 22 28 28 28  
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

Ernest Pouhe  
+237 651 23 51 15  
e.pouhe@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

### EUROPE

Youssef HANSALI  
+33 1 81 69 79 45  
y.hansali@attijariwafa.net

### ÉGYPTE

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

### TUNISIE

Mehdi BELHABIB  
+216 71 80 29 22  
mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST

Sherif REDA  
+971 50 560 8865  
sreda@attijari-me.com

### UEMOA

Abid Halim  
+225 20 20 01 55  
abid.halim@sib.ci

### CEMAC

Atef GABSI (Gabon)  
+241 60 18 60 02  
atef.gabsi@ugb-banque.com  
Elvira NOMO (Cameroun)  
+237 67 27 34 367  
e.nomo@attijarisecurities.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 différents publications de Attijari Global Research sont préparés abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

#### PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

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

#### AUTORITÉS DE TUTELLE

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

