

RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET
2024



POINT D'ANALYSE : AUGMENTATION DE CAPITAL **AKDITAL**

- 02 | Executive Summary
- 03 | Akdital donne un nouveau souffle à son modèle de croissance
- 04 | Après l'IPO de 2022, un nouveau recours au marché boursier amplement justifié
- 05 | Un contexte boursier toujours favorable à la thématique « Santé »



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

AUGMENTATION DE CAPITAL AKDITAL - SOUSCRIRE

EXECUTIVE SUMMARY

L'augmentation de capital d'Akdital de 1,0 MMDH s'inscrit dans la continuité de son modèle de développement qui est axé principalement sur la « croissance ». Depuis son introduction en Bourse en décembre 2022, Akdital a confirmé son positionnement de leader du secteur privé marocain de la santé à travers une PDM de 15% en termes de capacité litière privée et un engagement affiché quant à l'amélioration du système de santé au Maroc.

Conformément à son Business Plan, présenté lors de son IPO en 2022, Akdital affiche une croissance à la fois rapide et soutenable de ses indicateurs opérationnels. À fin juin 2024, l'opérateur accumule 23 établissements de santé dotés d'une capacité litière totale de 2.532 lits et répartis sur 11 villes du Royaume.

Au terme de notre analyse et tenant compte du contexte boursier actuel, nous conseillons aux investisseurs de « SOUSCRIRE » à l'augmentation de capital d'Akdital. Notre recommandation repose sur les arguments suivants :

- (1) *La thématique « Santé »* continue de susciter un vif intérêt au sein de la communauté financière, portée par la nouvelle vision du Royaume en la matière. Concrètement, la refonte du système de santé national et la généralisation de l'assurance maladie à l'ensemble de la population devraient générer à l'avenir des *news flow positifs* en faveur du titre ;
- (2) *Un track record positif* d'Akdital depuis son IPO au niveau : (1) du rythme d'ouverture des établissements de santé, (3) de la croissance de ses indicateurs opérationnels et (3) du comportement de son titre en Bourse. Aux yeux des investisseurs, cette nouvelle levée laisse présager un nouveau cycle boursier positif du titre durant les années à venir ;
- (3) *Une Valeur de « Croissance »* qui devrait profiter d'une amélioration de ses multiples de valorisation à travers un P/E 27E de 12,4x. Concrètement, la dilution des actionnaires en Bourse lors de cette nouvelle augmentation de capital devrait s'absorber progressivement, au fur et à mesure de l'opérationnalisation des nouveaux établissements (mise en service de +12 unités Post-Money au T4-25E et en 2026E) ;
- (4) *Une décote affichée de 13,0%* par rapport au cours de souscription (*en date du 2 juillet 2024*), offrant aux investisseurs un point d'entrée attractif et un coussin de sécurité supplémentaire pour constater leur plus value sur un horizon CT.

Lamyae Oudghiri

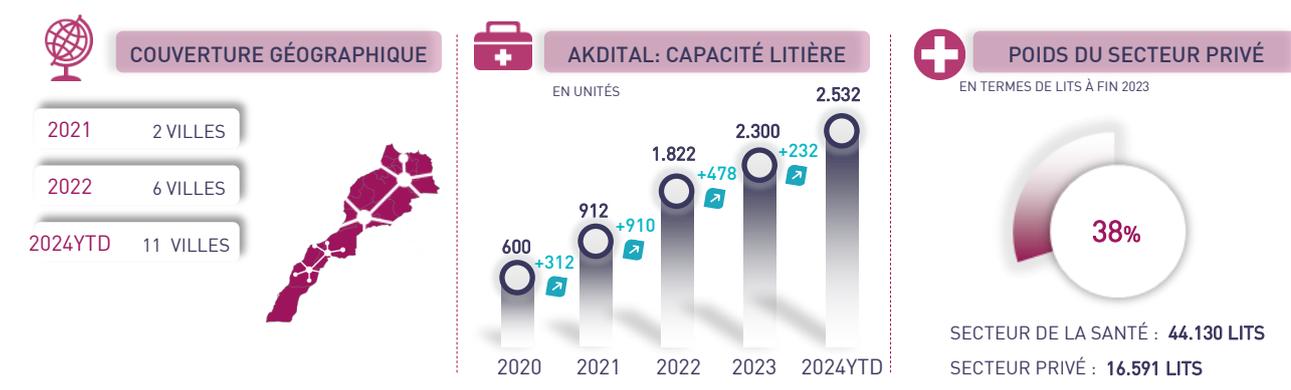
Manager
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

AKDITAL DONNE UN NOUVEAU SOUFFLE À SON MODÈLE DE CROISSANCE

Ayant connu une croissance fulgurante depuis 2021, Akdital confirme son positionnement de « leader » du secteur privé de la santé au Maroc. L'opérateur offre une large gamme de soins médicaux répartis selon plusieurs spécialités (Chimiothérapie, Bloc, Réanimation, USI¹, Radiothérapie). Engagé dans le développement du système de la santé du Royaume, Akdital détient 15% de la capacité litière privée à travers un large réseau de cliniques multidisciplinaires et de centres oncologiques. Il s'agit de 2.532 lits répartis sur 23 établissements à fin juin 2024 (14 nouvelles ouvertures en l'espace de 2 ans et demi). Depuis le lancement de son 2^{ème} « plan de développement » en décembre 2023, Akdital a clairement étendu sa présence géographique à 11 villes actuellement contre 2 en 2021 et 6 en 2022.

Compte tenu d'une Offre de services insuffisante, le secteur privé s'érige comme l'un des principaux prestataires des soins de santé au Maroc et contribue à hauteur de 38% à la capacité litière nationale en 2023. Celui-ci bénéficie de plus de 80% des dépenses des régimes d'assurance maladie de la CNOPS et de la CNSS. Le potentiel de croissance du secteur sur le LT demeure important, en témoigne le faible ratio de la capacité litière du Maroc, soit de 1,2 lits pour 1.000 habitants contre une moyenne de 1,5 pour la région MENA.

AKDITAL : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICATEURS D'ACTIVITÉ À FIN JUIN 2024



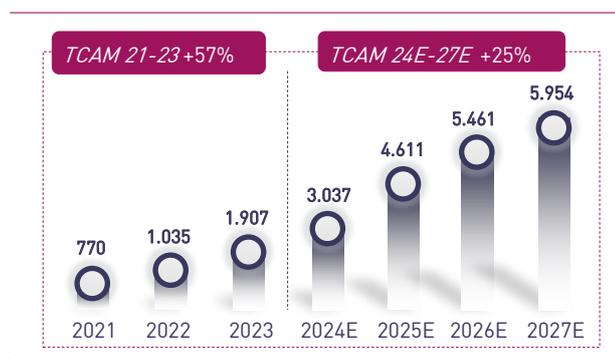
Depuis son IPO en décembre 2022, Akdital affiche une croissance à la fois rapide et soutenable de ses indicateurs opérationnels, en ligne avec son Business Plan. Cette évolution se reflète sur le niveau des admissions qui enregistre un TCAM de +65,0% sur 2021-2023.

Cette dynamique de croissance a été portée par le rythme soutenu d'ouverture des établissements de santé durant cette période, soit **8 ouvertures en 2022** (Casa 1, Agadir 2, Tanger 2, Safi 1 et Salé 2) et **5 ouvertures en 2023** (Fès 2, Bouskoura 1, Mohammedia 1 et Béni Mellal 1). Au terme de cette période, Akdital atteint une capacité de 2.300 lits en 2023 (soit +478 lits additionnels) permettant une hausse visible de son CA, passant de 1.035 en 2022 à 1.907 MDH en 2023. Pour sa part, l'EBE augmente de +81%, passant de 283 à 511 MDH entre 2022 et 2023. De même, la capacité bénéficiaire a doublé en une année dépassant la barre de 170 MDH en 2023.

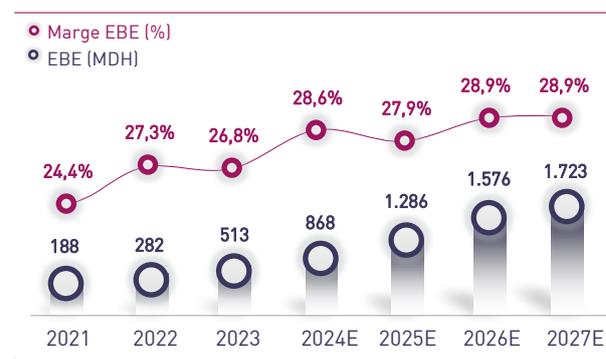
Selon les projections du Management sur 2024E-2025E, Akdital devrait concrétiser 10 nouvelles ouvertures d'ici la fin de l'année 2024, portant ainsi le nombre d'établissements à 33 en 2024E (soit une couverture de 19 villes). Au terme du T3-25E, Akdital devrait compter 5 nouvelles villes à travers l'ouverture de 6 nouveaux établissements. La capacité litière additionnelle s'établirait à +2.155 unités pour atteindre une taille cible de 4.455 lits en 2025E. Ces évolutions devraient se traduire par :

- Un TCAM du CA 24E-27E de +25%, passant de 3.037 à 5.954 MDH avec une contribution des nouveaux établissements (+18 unités d'ici T3-25E) à hauteur de 48% au terme de la période étudiée ;
- Un TCAM plus soutenu de l'EBE de +26%, passant de 868 à 1.723 MDH, sous l'effet de l'amélioration attendue des niveaux de marge grâce aux économies d'échelle (centralisation des achats) et l'optimisation du mix-produit de l'opérateur. Akdital compte axer ses ouvertures vers les centres multidisciplinaires dont la marge brute est supérieure à celle des unités oncologiques.

AKDITAL : ÉVOLUTION DU CA 2019-2025E « PRÉ-MONEY »



AKDITAL : ÉVOLUTION DE L'EBE ET DE LA MARGE D'EBE



(1) USI: Unités de Soins Intensifs

Sources : NI AKDITAL, Calculs AGR

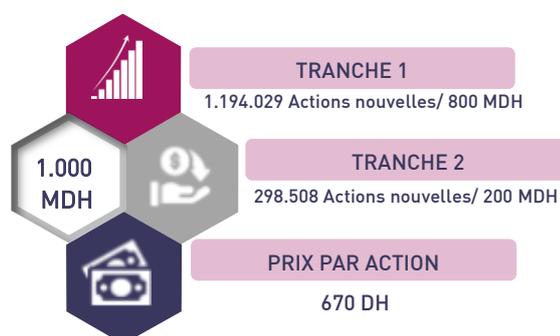
APRÈS L'IPO DE 2022, UN NOUVEAU RECOURS AU MARCHÉ BOURSIER AMPLEMENT JUSTIFIÉ

Avec une levée de près de 1,0 MMDH, l'augmentation de capital d'Akdital s'inscrit dans la continuité de son modèle de développement. Il s'agit aussi de la 2^{ème} plus importante opération sur capital du marché boursier depuis 2020, juste après Managem (avril 2024). À l'issue de cette opération et sous l'hypothèse de la non participation des actionnaires de référence (GAS¹) et du fonds d'investissement MCIII-Al Razi (fonds géré par la société de capital-investissement *Mediterrania Capital Partners*), le capital flottant ressortirait à 39% contre 32% pré-AC (dilution des actionnaires historiques d'environ 10%).

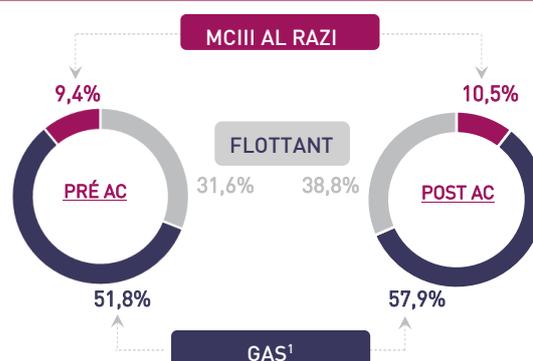
La structure de cette augmentation de capital propose deux tranches aux différentes catégories d'investisseurs. La 1^{ère} porte sur un montant de 800 MDH au prorata de la Demande dont une souscription minimum est fixée à 3 MDH, soit 4.477 Actions. Pour sa part, la 2^{ème} tranche de l'augmentation de capital porte sur une Offre de 200 MDH sans aucun minimum requis avec une 1^{ère} allocation à hauteur de 200 Actions par souscripteur (134.000 DH) et une 2^{ème} allocation au prorata de l'excédent de la Demande au-delà des 200 Actions.

Au final, le nombre d'Actions nouvelles à émettre s'établit à 1.492.537 titres, au prix unitaire pour les 2 tranches de 670 DH contre un cours actuel de 771 DH en date du 02 juillet 2024. Il s'agit d'une décote de 13%.

AKDITAL : CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'AC



AKDITAL : ACTIONNARIAT PRÉ VS. POST AUGMENTATION



Sur la base du nouveau Business Plan annoncé par le Management, Akdital compte poursuivre sa stratégie de développement agressive sur la période 2025E-2026E. L'opérateur prévoit de **(1)** renforcer sa présence dans 5 villes au Maroc, à savoir *Casablanca, Marrakech, Fès, Tanger et Agadir* et de **(2)** s'implanter dans 7 nouvelles villes de taille moyenne dont l'Offre médicale est très faible soit *Taza, Berkane, Khmissat, Kala Sraghna, Larache, Berrechid et Sefrou*.

Cette nouvelle stratégie de développement à compter du T3-25E nécessite un investissement de 1,4 MMDH sur la période étudiée, soit plus de 70% de ladite augmentation de capital. La capacité litière de l'opérateur devrait plus que doubler à plus de 5.700 unités à horizon 2026E, soit une capacité additionnelle de plus de +3.100 lits dont près de 40% issus de l'AC de 1,0 MMDH. Il s'agit de l'ouverture de 18 nouveaux établissements sur 2025E-2026E (dont +12 cliniques « Post-Money »), portant ainsi le nombre total cible des établissements du Groupe à 51 en 2026E (couverture de 31 villes du Royaume).

Cet effort d'investissement s'inscrit dans le cadre de l'orientation stratégique du Royaume visant la généralisation de la couverture médicale à l'ensemble de la population. À noter que les patients pris en charge dans les centres de soins représentent près de 61% du CA de l'opérateur en 2023.

POST-AC : GRANDES TENDANCES « POST-MONEY »



AKDITAL : INDICATEURS D'ACTIVITÉ CIBLES 2026E



(1) GAS: Groupement d'Actionnaires Stables, Il s'agit de Rochdi Talib, Fatima Akdim, Ahmed Akdim, Brahim Akdim, Jaouad Zakaria et Mohamed El Mrini

Sources : NI AKDITAL, Calculs AGR

UN CONTEXTE BOURSIER TOUJOURS FAVORABLE À LA THÉMATIQUE « SANTÉ »

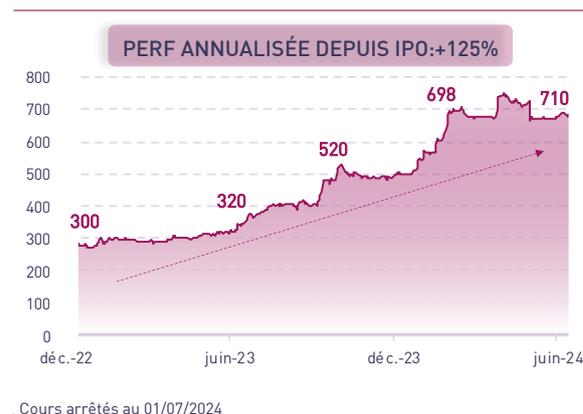
Particulièrement pour le marché marocain, la thématique « Santé » devrait continuer à susciter un vif intérêt, portée par la nouvelle vision du Royaume en la matière. Nous relevons la refonte profonde du système de santé national et la généralisation de l'assurance maladie à l'ensemble de la population :

- **Généralisation de l'AMO:** La décision du Royaume d'étendre le régime de l'Assurance Maladie Obligatoire (AMO) au profit de 22 millions de personnes supplémentaires ce qui porterait le taux de couverture médicale à 79% de la population contre 21% en 2020. Ces assurés bénéficieront d'une couverture des frais de traitement, de médicaments et d'hospitalisation. Cette décision historique est l'un des principaux drivers qui soutient la performance du titre en Bourse ;
- **Plan « Santé 2025 »:** Une stratégie gouvernementale qui a pour objectif la mise à niveau de l'Offre sanitaire publique. Cet ambitieux programme nécessitera une enveloppe budgétaire importante, soit un investissement global de 24 MMDH, dont 12 MMDH qui devraient être issus du budget général de l'Etat et près de 8 MMDH sous forme de partenariat public-privé.

MAROC : ÉVOLUTION DU TAUX DE COUVERTURE MÉDICALE



AKDITAL : ÉVOLUTION DU TITRE DEPUIS L'IPO



À l'analyse du Business Plan annoncé par le Top-Management, les multiples du titre Akdital ressortent comme suit : un P/E 24E de 30,7x et un VE/EBE 24E de 11,5x. Ces niveaux de valorisation ne tiennent pas compte des +12 ouvertures en 2024E (10 établissements au S2-24 et 6 nouvelles ouvertures en 2025E). Dans ces conditions, le scénario de croissance des bénéfices durant 2024E-2027E « Pré-Money » permettrait une normalisation rapide et continue des niveaux de valorisation du titre.

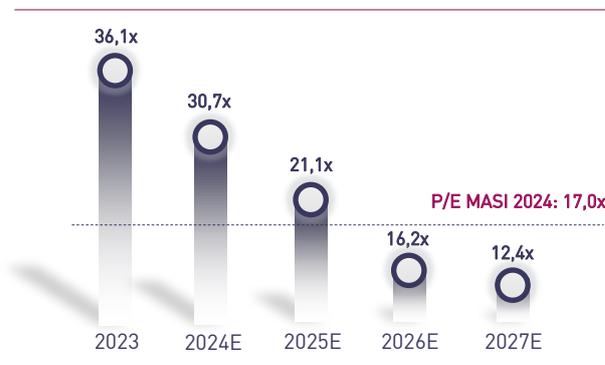
Akdital compte plus que doubler sa capacité bénéficiaire durant la période 2024E-2027E (de 276 à 686 MDH) en raison de la montée en charge de la contribution des nouveaux établissements. Sous cette hypothèse forte, le titre se traiterait à des multiples de valorisation attractifs à horizon 2027E, soit un P/E cible de 12,4x contre 17,0x pour l'indice MASI. La dilution des actionnaires à travers cette nouvelle augmentation de capital devrait s'absorber progressivement, au fur et à mesure de l'opérationnalisation des nouveaux établissements de l'opérateur (mise en service des +12 unités « Post-Money » projetées au T4-25E et en 2026E).

Akdital demeure une valeur de « croissance » par excellence plutôt qu'une valeur de « rendement » sur le MT. Bien que l'opérateur ait relevé son DPA à 6,0 DH en 2023 avec une augmentation cible de 1,5 DH par an à horizon 2027E, le rendement demeure largement en dessous du BDT 5 ans (référence sur le marché Actions), soit un D/Y moyen 24E-27E inférieur à 2%.

AKDITAL : HYPOTHÈSES DE CROISSANCE DU RNPG



AKDITAL : ÉVOLUTION DU P/E INDUIT « PRÉ-MONEY »



*Prévisions Management - NI 2024

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 - DUBAÏ

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

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

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

CEMAC - GABON

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.

