

RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET
2024

| EQUITY QUANT | JUILLET 2024

UN **SIGNAL D'ACHAT** FORT EN FAVEUR DU SECTEUR BANCAIRE

- 02 | Executive Summary
- 03 | Un creusement « atypique » des spreads de valorisation...
- 04 | ... offrant des points d'entrée attractifs en Bourse



Attijari
Global Research

EXECUTIVE SUMMARY

Dans cette note de Recherche, nous nous sommes intéressés à l'évolution des multiples de valorisation de l'indice Banques et de l'indice MASI sur la période 2010-2024. Au terme de cet exercice, nous relevons un niveau de spread assez « *atypique* » qui s'écarte de la tendance normative observée au cours des 15 dernières années.

Au final, notre analyse quantitative révèle un potentiel de reprise de l'indice Banques de +20% sur un horizon MT. À cet effet, nous recommandons aux investisseurs de surpondérer le secteur bancaire au niveau de leurs portefeuilles.

Plus en détails, nous ressortons avec les conclusions suivantes :

- Pour la 1^{ère} fois, le spread entre le P/E du secteur bancaire et celui du marché Actions s'est creusé de manière significative à plus de 25%, soit 15,0x versus 19,1x respectivement ;
- En terme relatif, le *P/E Banques* rapporté au *P/E MASI* se situe à 0,79 en 2024 contre une moyenne 15 ans de 0,97. Une situation assez « *atypique* » qui nous semble difficilement soutenable sur le MT ;
- Nous anticipons un réajustement haussier du P/E moyen du secteur bancaire pour se rapprocher dans un premier temps des 18,0x. Un niveau équivalent à la bande inférieure de notre intervalle de confiance, soit de 0,91 (Cf. *Graphique 2, page 2*) ;
- La concrétisation de notre scénario se traduirait par une performance cible du secteur bancaire de +20% sur le MT. D'autant plus que les valeurs bancaires seraient soutenues en Bourse par un profil de croissance à la fois élevé et résilient durant la période 2023- 2025.

Walid Kabbaj

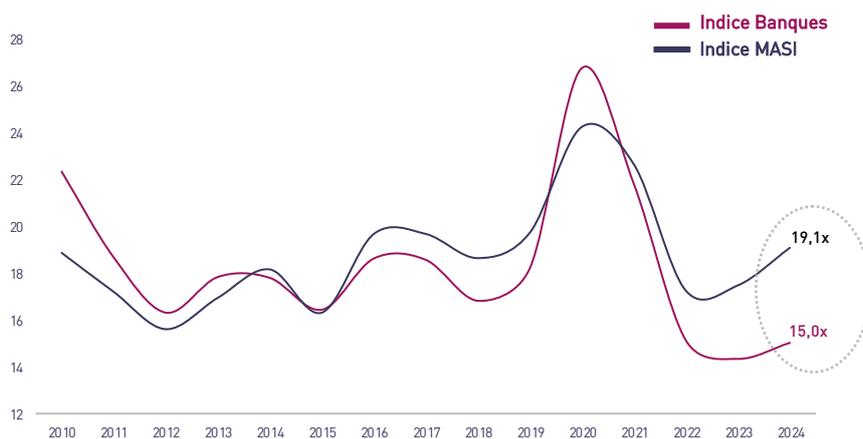
Senior Associate
+212 522 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma

UN CREUSEMENT « ATYPIQUE » DES SPREADS DE VALORISATION ENTRE LES BANQUES ET LE MASI

À l'analyse de l'évolution des multiples de valorisation ajustés⁽¹⁾ de l'indice MASI et de l'indice Banques durant la période 2010-2024E, nous relevons un creusement assez « atypique » des spreads de P/E(x) à compter de 2022.

Ce spread atteint pour la 1^{ère} fois un niveau de 27% à travers des P/E 24E de 15,0x pour les banques cotées contre 19,1x pour le marché Actions. À noter que durant la période 2010-2021, cet écart de valorisation ressortait légèrement en faveur de l'indice Banques, soit une moyenne autour de 1,0%.

P/E (x) AJUSTÉS⁽¹⁾ : ÉVOLUTION DURANT LA PÉRIODE 2010-2024E



(1) P/E (x) sur la base des résultats récurrents et hors sociétés déficitaires

En terme relatif, le P/E Banques rapporté au P/E marché, se traite historiquement au sein d'un intervalle de confiance⁽²⁾ de [0,91-1,03].

Néanmoins, à compter de 2022, notre ratio « P/E Banques / P/E MASI » a franchi à la baisse la bande inférieure de notre intervalle de confiance⁽²⁾ pour s'établir à 0,79x en 2024E. Une situation qui nous semble difficilement soutenable sur un horizon MT.

Dans ces conditions, notre scénario anticipe le retour de ce ratio dans un premier temps vers la bande inférieure de notre intervalle de confiance, soit de 0,91. Dans un second temps, le niveau cible est la moyenne normative LT observée durant la période 2010-2024E, soit de 0,97.

RATIO RELATIF : P/E (x) BANQUES RAPPORTÉ AU P/E MASI



(2) Intervalle de confiance au seuil de 95% sur la base des observations historiques retenues sur 2010-2024E de notre ratio

Sources : Etats Financiers, Calculs & Estimations AGR

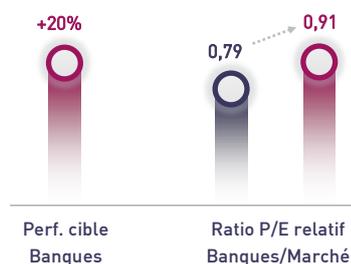
... OFFRANT DES POINTS D'ENTRÉE ATTRACTIFS EN BOURSE

Le réajustement haussier de notre ratio « P/E Banques / P/E MASI » passant de 0,79 en 2024E à un premier objectif de 0,91 sur le MT, implique deux scénarios majeurs⁽¹⁾ :

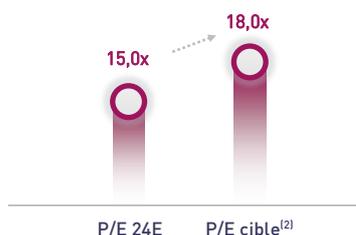
- ⇒ **Scénario 1** : la correction des cours des valeurs non-financières de -18% en moyenne, sous l'hypothèse d'une stabilisation relative des valeurs bancaires ;
- ⇒ **Scénario 2** : l'appréciation de la valorisation boursière du secteur bancaire de +20% en moyenne sous l'hypothèse d'une stabilisation relative des valeurs non-financières.

Nous privilégions le second scénario, à savoir une performance cible du secteur bancaire en Bourse de +20% sur le MT. Une telle progression permettrait le retour du secteur bancaire coté à un P/E cible de 18,0x équivalent à un ratio de 0,91 par rapport au P/E moyen de l'indice MASI.

AGR : SCÉNARIO QUANTITATIF



AGR : SCÉNARIO P/E (x) BANQUES

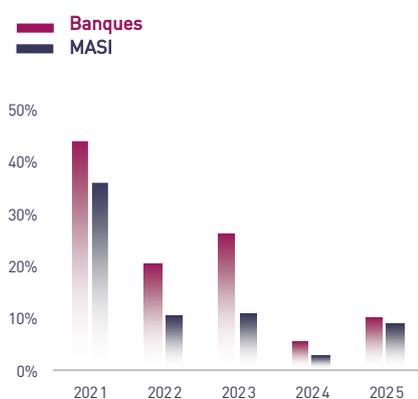


[2] Sous l'hypothèse d'un ratio P/E Banque / P/E MASI à 0,91

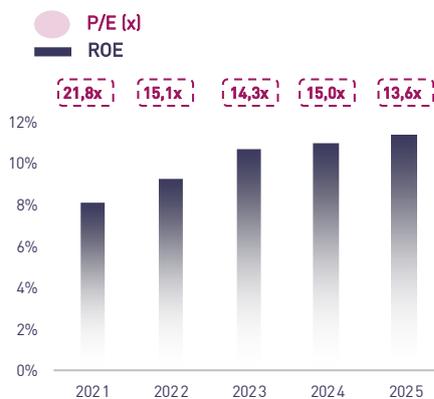
La reprise attendue des valeurs bancaires en Bourse est soutenue par deux principaux leviers qui selon nous, ne sont pas entièrement intégrés au niveau de leurs multiples de valorisation :

- ⇒ La capacité avérée des banques à surperformer la croissance bénéficiaire du marché sur la période 2021-2025E. Depuis 2021, le secteur bancaire est à la fois le premier contributeur à la croissance bénéficiaire de la cote (soit de 75%) et le secteur le plus résilient à travers un beta structurellement inférieur à 1 ;
- ⇒ Le redressement continu du ROE des banques sur la période 2021-2025E, passant de 8,0% à 11,4%. Cette amélioration de la rentabilité financière du secteur bancaire ne s'est pas encore totalement reflétée sur l'évolution de son P/E (x).

COMPARATIF : CROISSANCE DES PROFITS



BANQUES : ÉVOLUTION ROE Vs. P/E (x)



[1] D'autres scénarios sont possibles impliquant un mouvement conjoint des secteurs bancaires et non bancaires

Sources : Etats Financiers, Calculs & Estimations AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

DIRECTEUR ACTIVITÉ DE MARCHÉ

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

SENIOR MANAGER

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

SENIOR ASSOCIATE

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

SENIOR ASSOCIATE

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

SENIOR ASSOCIATE

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

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 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'exhaustivité 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 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.

