

# RESEARCH REPORT

EQUITY

SEPTEMBRE  
2024

T1

T2

## | MAROC | TRIMESTRIEL Résultats des sociétés cotées

T3

T4

### DES RÉALISATIONS TRIMESTRIELLES CONFORMES À NOS ATTENTES

02 | Executive Summary

03 | Légère accélération de la croissance des revenus au T2-24

04 | Des réalisations sectorielles en cohérence avec nos prévisions



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## EXECUTIVE SUMMARY

La publication des réalisations semestrielles des sociétés cotées s'est opérée dans un contexte marqué par la poursuite de la détente de l'inflation. Au Maroc, le taux d'inflation moyen ressort à 1,0% au S1-24 contre 7,9% une année auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a abaissé son TD de -25 PBS à 2,75% et ce, pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis mars 2020 (Cf. *Bank Al-Maghrib : Décision TD du T2-24*).

Cette nouvelle phase d'assouplissement monétaire nous semble en cohérence avec la nouvelle dynamique d'investissement entamée par le Maroc.

À l'issue du deuxième trimestre de 2024, 67 sociétés cotées ont publié leurs revenus trimestriels. Au terme de notre analyse, nous ressortons avec 4 messages clés à retenir :

- Au T2-24, la croissance des revenus du marché affiche une légère accélération à +4,8% contre +4,0% au T1-24 et +2,3% au T4-23. Trois secteurs ont fortement contribué à cette performance à savoir : les Banques (+1.341 MDH), les BTP (+597 MDH) et les Mines (+510 MDH) ;
- Malgré une croissance positive des ventes de ciment au T2-24 à +2,8%, le secteur Cimentier coté accuse une baisse de ses revenus de -235 MDH. À l'origine, la mise en production de la nouvelle usine du Groupe Novacim (non-coté) dotée d'une capacité de 1,6 MT et la chute des exportations de clinker. À titre indicatif, ces dernières auraient reculé de plus de la moitié sur le T1-24 à 213 KT ;
- Sur une base semestrielle, les revenus agrégés de la cote ont atteint 157 MMDH en progression de +4,4%. Une croissance portée principalement par le secteur bancaire qui affiche une hausse de son PNB de +13,0% (+ 5.266 MDH). Hors ce secteur, la croissance des revenus de la cote ressort à peine à +1,2% au S1-24 ;
- Les réalisations semestrielles de la cote ressortent en ligne avec nos prévisions de croissance pour l'année 2024, soit un taux de réalisation proche des 50%. À cet effet, nous maintenons nos prévisions de croissance inchangées, à savoir : une hausse des revenus de +5,3% en 2024E et de +8,0% en 2025E. En termes de profitabilité, la croissance bénéficiaire récurrente s'établirait à +7,3% en 2024E avant de s'accélérer à +10,4% en 2025E sous l'effet de l'entrée en vigueur des projets d'investissement déjà annoncés.

**Maria IRAQI**

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

**Anass DRIF**

Financial Analyst  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@attijari.ma

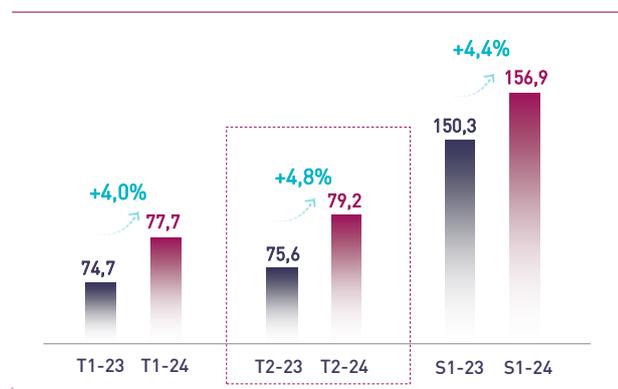
## LÉGÈRE ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE DES REVENUS AU T2-24

Lors de ce deuxième trimestre de l'année 2024, le marché Actions affiche des revenus agrégés de 79,2 MMDH, en hausse de +4,8%. Celle-ci intervient après des croissances respectives de +2,3% au T4-23 et de +4,0% au T1-24. Au total, 67 sociétés cotées ont publié leurs réalisations commerciales au T2-24 réparties comme suit : 43 sociétés affichent une amélioration de leur CA, 23 émetteurs accusent un repli de leur niveau d'activité et 1 seule société dont les revenus sont restés stables.

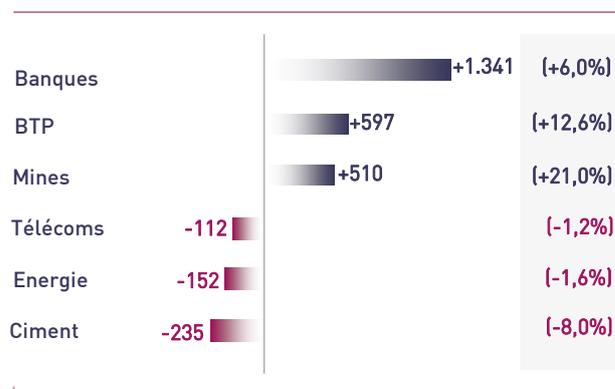
À l'analyse de l'évolution des revenus des différents secteurs cotés, nous ressortons avec deux principaux constats :

- Le secteur **Bancaire** continue de porter la croissance du CA de la cote à travers une augmentation de +1.341 MDH de son PNB consolidé. Celui-ci est suivi par le secteur des **BTP** dont les revenus se sont appréciés de +597 MDH soutenus par les Groupes TGCC (+393 MDH) et Jet Contractors (+379 MDH). Enfin, le secteur **Minier** affiche une hausse de +510 MDH de son CA portée par un double effet Prix/Volume ;
- À l'opposé, le secteur **Cimentier** affiche une contre-performance de -235 MDH de son CA agrégé et ce, compte tenu de l'entrée sur le marché local de nouvelles capacités de production couplée à la baisse des exportations de clinker.

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



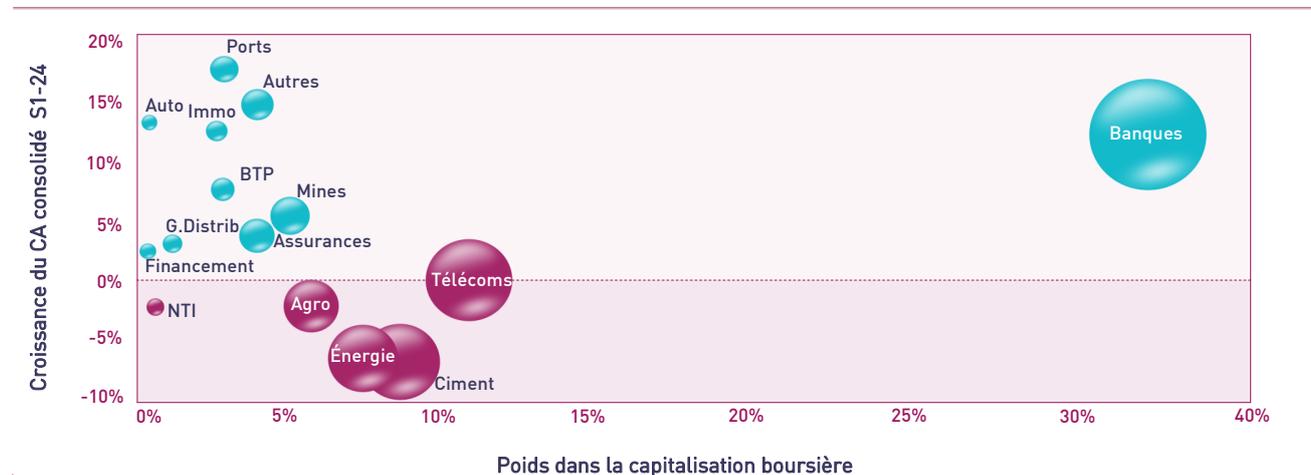
### MARCHÉ : CONTRIBUTION TRIMESTRIELLE AU CA (MDH)



À fin juin 2024, les revenus cumulés de la cote se sont appréciés de +4,4% pour atteindre près de 157 MMDH. Plus en détails, nous relevons les évolutions sectorielles suivantes :

- 10 secteurs cotés, qui représentent plus de 64% de la capitalisation boursière globale, affichent une hausse de leur CA. Les plus importants sont : Ports (+17,1%), Automobile (+13,2%), Banques (+13,0%), Immobilier (+12,2%), BTP (+10,5%), Mines (+5,5%), Assurances (+4,8%), Grande Distribution (+3,3%) et Financement (+2,5%) ;
- 5 secteurs cotés accusent un recul de leurs revenus semestriels. Il s'agit principalement : des Télécoms (-0,8%), de l'Agro-alimentaire (-1,8%), des NTI (-2,3%), de l'Énergie (-8,9%) et du Ciment (-9,5%). Ces secteurs pèsent 36% dans la capitalisation boursière du marché.

### MARCHÉ ACTIONS : CROISSANCE DES PRINCIPAUX SECTEURS COTÉS (%) Vs. POIDS DANS LA CAPITALISATION BOURSÈRE



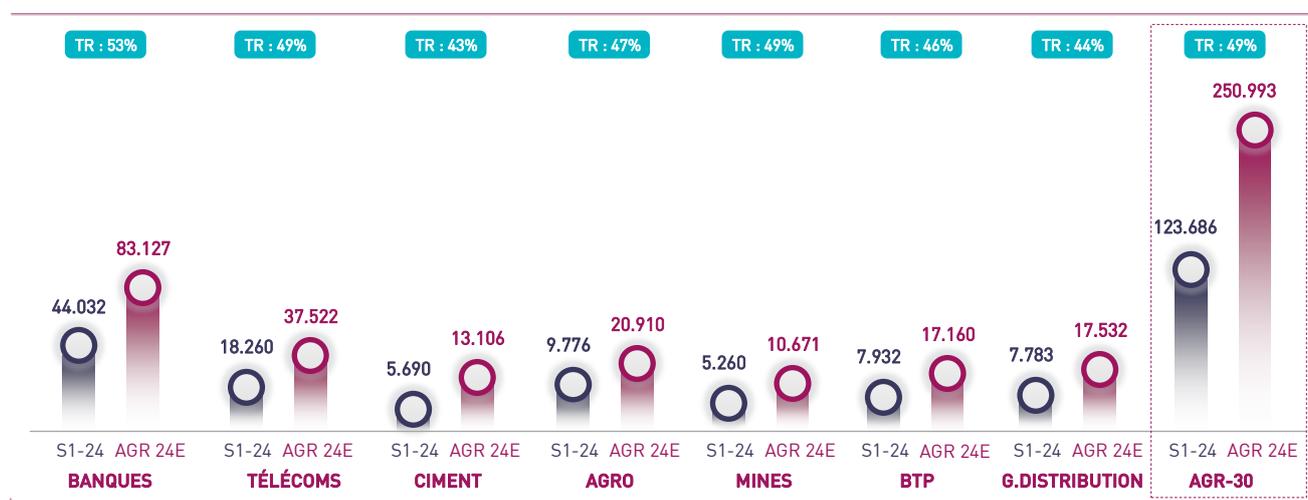
Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

## DES RÉALISATIONS SECTORIELLES EN COHÉRENCE AVEC NOS PRÉVISIONS

En comparant les réalisations de ce premier semestre 2024 par rapport à nos prévisions annuelles communiquées aux investisseurs (Cf. *Prévisions AGR 24E-25E*), nous relevons un taux de réalisation des revenus proche des 50%. Ainsi, nous maintenons inchangé notre scénario de croissance de la cote pour l'année 2024. À titre d'exemples :

- Le secteur **Bancaire** affiche un taux de réalisation annuel élevé de son PNB, soit de 53%. En effet, le PNB consolidé au S1-24 des banques cotées ressort à 44,0 MMDH contre une estimation AGR de 83,1 MMDH pour 2024E ;
- Le secteur **Cimentier** affiche un taux de réalisation annuel relativement bas de 43%. Toutefois, nous croyons que le second semestre serait marqué par un effet rattrapage en termes de consommation nationale. En témoignent les ventes de ciment à fin août qui affichent une hausse de +7,2% contre +1,1% à fin juin. Une accélération soutenue par le démarrage des chantiers relatifs aux projets d'investissement déjà annoncés. Par ailleurs, le secteur demeure marqué par l'arrivée de nouvelles capacités de production et le net ralentissement des exportations de clinker ;
- Le secteur de la **Grande Distribution** affiche un taux de réalisation annuel du CA de 44%. Selon nous, le S2-24 serait marqué par un rythme de ventes plus soutenu dans la mesure où le Groupe a annoncé l'ouverture de 35 nouveaux magasins contre 11 au premier semestre.

### AGR 30 : RÉALISATIONS DES PRINCIPAUX SECTEURS AU S1-24 VS PRÉVISIONS AGR 2024E

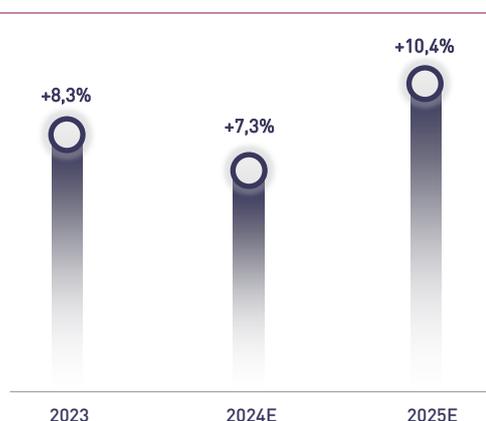


En 2024E, la capacité bénéficiaire récurrente de notre Univers de Valeurs afficherait selon nos estimations, une hausse de +7,3% après +8,3% en 2023. Celle-ci serait principalement soutenue par les secteurs **Banques (+10,2%)**, **Mines (+25,3%)** et **BTP (+41,6%)**. En 2025E, nous croyons en une accélération de la croissance des bénéfices à +10,4% sous l'effet de l'entrée en vigueur des projets d'investissement annoncés durant la période 2023-2024.

### AGR-30 : CROISSANCE DES REVENUS 23-25E



### AGR-30 : CROISSANCE DES BÉNÉFICES RÉCURRENTS 23-25E



Sources : Calculs &amp; Estimations AGR



## RÉSULTATS TRIMESTRIELS

	En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB		
		T1-24	T1-23	Var	T2-24	T2-23	Var	S1-24	S1-23	Var
<b>Tel</b>	Maroc Telecom	9 066	9 093	-0,3%	9 194	9 306	-1,2%	18 260	18 399	-0,8%
	Cosumar	2 439	2 512	-2,9%	2 544	2 446	4,0%	4 983	4 958	0,5%
	Lesieur Cristal	1 506	1 777	-15,3%	1 205	1 263	-4,6%	2 711	3 039	-10,8%
<b>Agro-alimentaire</b>	SBM	362	466	-22,4%	756	702	7,7%	1 117	1 132	-1,3%
	Oulmès	544	452	20,3%	778	683	13,9%	1 322	1 135	16,5%
	Mutandis	470	465	1,1%	495	494	0,2%	965	959	0,6%
	Dari Couspate	222	235	-5,4%	179	193	-7,7%	400	428	-6,4%
	Unimer	273	269	1,5%	284	354	-19,8%	557	623	-10,6%
<b>Banques</b>	Attijariwafa bank	8 520	6 861	24,2%	8 480	7 744	9,5%	17 000	14 605	16,4%
	BCP	6 049	4 820	25,5%	6 751	6 921	-2,5%	12 800	11 742	9,0%
	BOA	4 465	3 834	16,5%	5 120	4 543	12,7%	9 585	8 377	14,4%
	CIH Bank	1 123	969	15,9%	1 211	1 250	-3,2%	2 333	2 219	5,2%
	BMCI	910	792	14,8%	980	902	8,7%	1 890	1 695	11,5%
	Crédit du Maroc	791	719	10,0%	815	707	15,3%	1 606	1 426	12,6%
	CFG Bank	208	144	44,4%	216	165	30,9%	424	309	37,2%
<b>Assurance</b>	Wafa Assurance	4 073	3 605	13,0%	3 027	2 928	3,4%	7 100	6 533	8,7%
	Sanlam Maroc	2 147	2 193	-2,1%	1 389	1 300	6,8%	3 535	3 493	1,2%
	AtlantaSanad	1 962	1 893	3,6%	1 133	1 192	-4,9%	3 096	3 085	0,4%
	AFMA	86	80	7,8%	73	64	14,1%	159	144	10,4%
	Sonasid	1 249	1 343	-7,0%	1 188	1 200	-1,0%	2 437	2 543	-4,2%
	TGCC	1 709	1 229	39,1%	2 078	1 685	23,3%	3 786	2 913	30,0%
<b>BTP</b>	Delta Holding	689	600	14,8%	686	723	-5,1%	1 375	1 323	3,9%
	Jet Contractors	603	521	15,9%	849	470	80,7%	1 452	991	46,6%
	Aluminium du Maroc	264	307	-14,0%	254	292	-13,0%	518	599	-13,5%
	SNEP	113	272	-58,7%	144	206	-30,2%	256	478	-46,4%
	Colorado	130	119	8,5%	152	178	-14,3%	282	297	-5,1%
<b>Ciment</b>	LafargeHolcim Maroc	1 884	2 131	-11,6%	1 807	1 999	-9,6%	3 691	4 130	-10,6%
	Ciments du Maroc	870	918	-5,2%	911	954	-4,5%	1 999	2 159	-7,4%
<b>Immo</b>	Addoha	689	572	20,5%	998	834	19,7%	1 687	1 406	20,0%
	Alliances	650	523	24,3%	559	480	16,5%	1 209	1 003	20,5%
	RDS	54	51	5,9%	38	202	-81,2%	92	253	-63,6%
<b>Energie</b>	TotalEnergies Marketing Maroc	4 230	4 346	-2,7%	4 232	3 917	8,0%	8 462	8 263	2,4%
	Taqi Morocco	2 959	4 090	-27,7%	2 692	3 359	-19,9%	5 651	7 448	-24,1%
	Afriqueia Gaz	2 046	2 449	-16,5%	2 183	1 983	10,1%	4 229	4 432	-4,6%
<b>Dis</b>	Label Vie	3 825	3 777	1,3%	3 958	3 756	5,4%	7 783	7 533	3,3%
<b>Auto</b>	Auto Hall	1 169	1 069	9,4%	1 258	1 128	11,5%	2 427	2 197	10,5%
	Auto Nejma	647	622	4,0%	643	465	38,3%	1 290	1 087	18,7%
<b>Port</b>	Marsa Maroc	1 140	1 004	13,5%	1 342	1 115	20,4%	2 482	2 119	17,1%
<b>Mines</b>	Managem	1 935	2 220	-12,8%	2 473	1 962	26,0%	4 408	4 181	5,4%
	SMI	251	214	17,3%	320	318	0,6%	571	532	7,3%
	CMT	140	131	6,9%	141	144	-2,1%	281	275	2,2%
<b>NTI</b>	Disway	438	481	-8,9%	404	443	-8,8%	842	924	-8,9%
	HPS	288	265	8,6%	283	299	-5,3%	571	564	1,3%
	S2M	58	59	-3,2%	89	71	25,9%	147	130	12,7%
	M2M Group	23	17	35,3%	31	16	93,8%	54	33	63,6%
<b>Financement</b>	Egdom	130	132	-1,5%	152	161	-5,6%	282	293	-3,8%
	Maghrebail	980	948	3,4%	1 045	942	10,9%	2 025	1 890	7,1%
	Maroc Leasing	65	97	-33,2%	62	82	-24,7%	127	180	-29,3%
	Salafin	93	95	-2,0%	93	97	-4,6%	186	192	-3,3%
<b>Autres</b>	Akdital	611	380	60,8%	637	448	42,2%	1 248	828	50,7%
	Ennakt Automobiles	456	445	2,3%	537	499	7,7%	985	936	5,2%
	Sothema	656	597	9,9%	672	587	14,5%	1 328	1 184	12,2%
	Risma	253	273	-7,3%	344	320	7,5%	597	594	0,5%
	Promopharm	171	172	-0,6%	244	188	29,5%	414	360	15,1%
	CTM	156	143	9,1%	183	150	22,0%	339	293	15,7%
	Aradei Capital	146	142	2,7%	152	153	-0,7%	298	295	0,9%
	Fenie Brossette	155	151	2,6%	188	156	20,5%	343	307	11,7%
	SRM	35	61	-43,0%	107	71	50,9%	141	131	7,5%
	Stokvis Nord Afrique	29	50	-42,0%	40	33	21,2%	69	83	-16,9%
	Med Paper	22	30	-27,0%	27	26	6,2%	49	56	-11,7%
	Maghreb Oxygène	71	71	-0,7%	78	73	6,8%	149	144	3,1%
	Afric Industries	10	9	9,7%	10	10	2,2%	20	19	5,8%
	Immorente Invest	18	16	15,3%	20	18	9,8%	38	34	12,0%
	Stroc Industrie	21	27	-20,8%	25	24	4,5%	47	51	-8,8%
	Balima	12	12	4,5%	12	12	2,4%	25	24	2,4%
	Zellidja	155	151	2,6%	188	156	20,5%	343	307	11,7%
	Rebab Company	0,007	0,007	0,0%	0,008	0,008	0,0%	0,015	0,015	0,0%

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

### 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

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

### 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

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.

