



TAHA JAIDI

Directeur Stratégie



LAMYAE OUDGHIRI

Directeur Activités de Marché



Suivez nous sur LinkedIn

MARCHÉ ACTIONS : RETOUR AUX FONDAMENTAUX

Lors de cette édition de l'AGR House View, nous nous sommes penchés sur la question de la montée en flèche des niveaux de valorisation des valeurs de croissance en Bourse. Un compartiment qui se traite à des plus hauts historiques, soit 30,0x les bénéfices de 2024E.

L'expérience des marchés boursiers à travers le Monde révèle que durant les périodes euphoriques, les investisseurs reviennent tôt ou tard aux fondamentaux.

1 LA MONTÉE DES NIVEAUX DE VALORISATION ...

La capitalisation boursière du marché croît deux fois plus vite que les bénéfices sur la période prévisionnelle 2023-2025E.

2 ... SUSCITE UNE PRISE DE REcul FONDAMENTALE ...

La qualité du Bilan, la soutenabilité des marges et la génération du cash-flow devraient peser davantage dans les décisions d'investissement.

3 ...ET DES DÉCISIONS D'ARBITRAGE ADÉQUATES

Nous recommandons de basculer les portefeuilles vers des valorisations plus « attrayantes » tout en intégrant les indicateurs de risque du Bilan.

Le marché Actions marocain enregistre en 2024 un record historique de 14.449 pts et une hausse fulgurante de +49% depuis ses plus bas de janvier 2023. Cette performance boursière importante enregistrée en l'espace de 20 mois met en lumière deux principaux constats :

- D'une part, une croissance des cours en Bourse deux fois plus rapide que celle des profits durant la période 2023-2025E. Il s'agit d'un spread largement décalé par rapport à la tendance observée sur la dernière décennie ;
- D'autre part, un appétit fort envers les valeurs de croissance, dont les niveaux de valorisation atteignent 30 fois les bénéfices de 2024E. Il s'agit d'une prime de valorisation de +50% par rapport à la moyenne LT de l'indice MASI.

Dans ces conditions, nous nous interrogeons sur la capacité du marché boursier marocain à supporter des niveaux de valorisation aussi élevés ainsi que l'attitude à adopter face à cette situation.

Pour nous, il est indispensable d'intégrer au niveau des décisions d'investissement les facteurs de risque relatifs au **Bilan**, à la **soutenabilité des marges**, à la **génération du cash** et à la **volatilité des bénéfices** futurs. L'expérience des marchés boursiers révèle que les titres relativement chers et qui sont moins positionnés par rapport aux indicateurs financiers cités ci-dessus présentent deux grandes faiblesses :

- (1) Une rentabilité peu attractive sur des horizons de placement LT, généralement supérieurs à 3 ans ;
- (2) Une plus grande vulnérabilité durant les phases de ralentissement ou de correction en Bourse.

Concrètement, nous recommandons aux investisseurs d'aborder la nouvelle phase boursière en se tournant vers des titres plus attractifs en termes de « valorisation » et de « profil risque ». Il s'agit des valeurs offrant une plus grande « marge de sécurité » dans le cas d'un éventuel essoufflement du marché.

La croissance des cours en Bourse est deux fois plus rapide que celle des profits sur 2022-2024E.

Les Industries & Services affichent une prime de valorisation record de +50% par rapport aux niveaux historiques du MASI.

UNE MONTÉE VISIBLE DES NIVEAUX DE VALORISATION..., SUSCITANT UNE PRISE DE RECUL

Le marché Actions poursuit son rallye haussier en 2024, le propulsant au-dessus de la barre historique des 14.000 pts, à 14.449 pts durant le mois de septembre. En l'espace de 20 mois, l'indice MASI affiche une progression cumulée de +49% par rapport à ses plus bas observés en janvier 2023.

Une telle performance nous interpelle quant à deux principaux sujets. D'une part, le rythme d'évolution des profits des sociétés cotées et d'autre part, la traduction de cette performance boursière sur les niveaux de valorisation du marché :

- Notre **premier constat** révèle un creusement de l'écart entre l'augmentation des cours et celle des bénéfices et ce, par rapport aux tendances normatives du marché. Durant la dernière décennie, la capitalisation du marché affiche une progression annuelle moyenne supérieure de +0,5 pt par rapport aux profits. Néanmoins, cet écart ressort à +8,2 pts sur la période 2022-2024E. En d'autres termes, la capitalisation du marché progresse aujourd'hui deux fois plus vite par rapport aux profits, comme illustré sur le graphique ci-dessous.

Dans la mesure où les bénéfices n'augmenteraient pas dans les mêmes proportions que les cours, le risque serait de voir émerger des titres largement surévalués. Une situation malsaine qui rendrait notre marché vulnérable à une correction soudaine.

UN RALLYE FULGURANT DU MASI DEPUIS SON PLUS BAS EN JANVIER 2023...

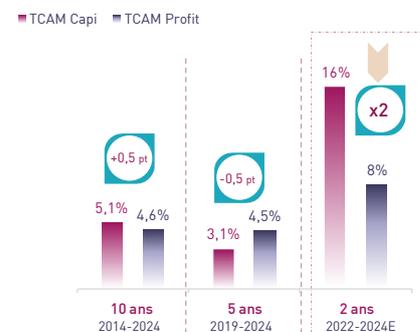
Évolution de l'indice MASI (pts) sur 12 mois



Sources: Bloomberg, BVC

... IMPLIQUANT UN DÉCALAGE VISIBLE ENTRE LA CROISSANCE DES PROFITS ET CELLE DES COURS...

Évolution des profits récurrents Vs. Capitalisation (AGR-30)

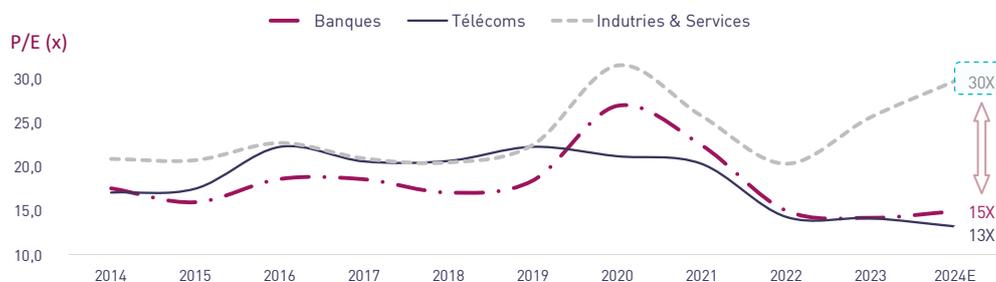


Sources: Calculs & Estimations AGR

- Notre **second constat** révèle des impacts disparates de cette performance boursière sur les niveaux de valorisation des grands compartiments de la cote: **Banques, Télécoms** et **Services & Industries**. Ces derniers pèsent respectivement 33%, 11% et 42% dans la capitalisation du MASI.
- Alors que les **Banques** et les **Télécoms** se traitent à des multiples de bénéfices relativement bas, soit en dessous de leur moyenne historique, les **Industries & Services** affichent un P/E 24E moyen de 30x. Il s'agit d'une prime de valorisation de +50% par rapport à la moyenne 10 ans de l'indice MASI.

... ET METTANT EN AVANT UNE GRANDE DISPARITÉ DE VALORISATION AU SEIN DU MARCHÉ ACTIONS

Évolution du P/E moyen pondéré des « Banques », des « Télécoms » et des « Services & Industries » durant la période 2014-2024E



Sources: Bloomberg, Calculs & Estimations AGR / P/E calculé selon la méthode somme des capitalisations / somme des bénéfices

La qualité du Bilan et la génération du cash-flow sont désormais les indicateurs à surveiller.

Les secteurs Immobilier et BTP nous semblent les moins positionnés au niveau des marges et de la génération du cash-flow.

UN RETOUR AUX FONDAMENTAUX S'IMPOSE VIS-À-VIS DES VALEURS DE CROISSANCE

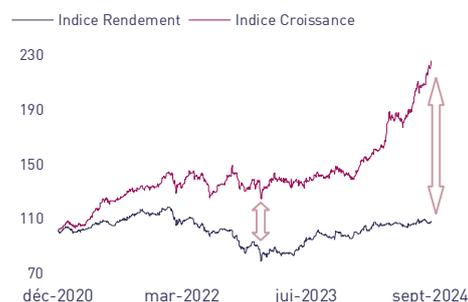
Cette envolée des niveaux de valorisation des **Industries & Services** traduit un appétit de plus en plus fort des investisseurs envers les valeurs de croissance. Celles-ci constituent l'essentiel de ce compartiment. Un constat justifié par le creusement significatif de la surperformance des « valeurs de croissance » par rapport aux « valeurs de rendement » depuis 2023, comme illustré sur le graphique ci-dessous.

À l'opposé des **Banques** et **Télécoms**, les **Industries & Services** affichent une évolution disproportionnée entre leurs bénéfices et leurs cours en Bourse. Ce constat impose l'analyse de ce compartiment afin de déceler les risques potentiels non encore intégrés.

Lors des phases euphoriques du marché, il est judicieux de revenir aux fondamentaux, en l'occurrence : la capacité du Bilan à soutenir la croissance future, la rentabilité des Fonds Propres, la capacité à générer le cash ainsi que, la cohérence entre le profil de croissance et les multiples de valorisation.

UN APPÉTIT DE PLUS EN PLUS FORT ENVERS LES HISTOIRES DE CROISSANCE...

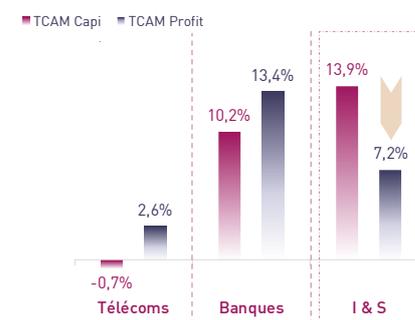
Indice valeurs de rendement Vs. Indice valeurs de croissance



Sources: Bloomberg, BVC, Composition & Calculs AGR

... QUI RISQUE DE GÉNÉRER UNE SURCHAUFFE SUR LE COMPARTIMENT « INDUSTRIES & SERVICES »

Croissance profits récurrents Vs. Croissance Capitalisation



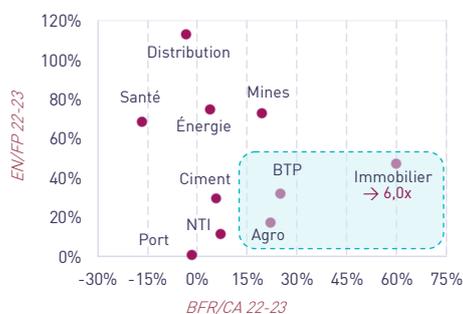
Sources: Calculs & Estimations AGR

Notre analyse des indicateurs bilanciaux et de génération de cash du compartiment **Industries & Services**, fait ressortir deux principaux constats :

- Les secteurs **Ciment, Grande Distribution, Énergie, Mines, Port et Santé** présentent des Bilans de qualité permettant de soutenir une croissance solide à l'avenir. Nous relevons un BFR maîtrisable (-17% à 20% du CA) en cohérence avec leur niveau d'endettement, des marges d'EBE attractives par rapport à leur activité respective (9% à 49%) et une génération adéquate du cash-flow opérationnel (6% à 34% du CA) ;
- Les secteurs **BTP, Immobilier, Agroalimentaire et NTI** semblent moins positionnés en termes de profil risque. Nous relevons des niveaux de BFR relativement plus élevés, des marges d'EBE moins attractives (10% à 15%) dans le contexte actuel et une faible génération du cash-flow opérationnel (moins de 7% du CA).

EXPOSITION DES SECTEURS À FORT POTENTIEL DE CROISSANCE AUX RISQUES GÉNÉRÉS PAR LE BILAN

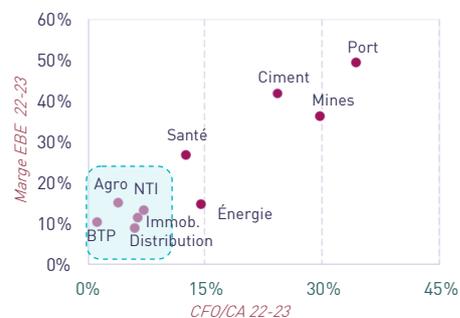
BFR/CA Vs. EN/FP 2023



Source : Calculs & Estimations AGR

CAPACITÉ DES SECTEURS À CONVERTIR LEUR CA EN CASH-FLOW OPÉRATIONNEL

Marge EBE 22-23 Vs. CFO/CA 22-23 (Avant investissement)



Source : Calculs & Estimations AGR

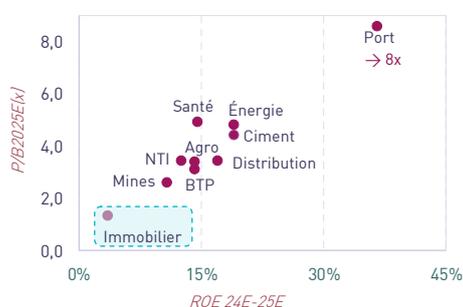
Le multiple des FP du secteur Immobilier est largement décalé par rapport à la tendance du marché.

En marge de notre analyse des multiples de valorisation du compartiment **Industries & Services**, nous ressortons avec deux principales conclusions :

- Plus le ROE est élevé, plus le marché valorise mieux les Fonds Propres en Bourse. À titre indicatif, pour une rentabilité des FP entre 11 et 14%, le P/B ressort à 3,2x en moyenne contre 4,4x pour les ROE entre 15 et 20%. Le secteur **Portuaire** présente des P/B structurellement élevés justifiés par un besoin moins important en capitaux conjugué à un niveau de ROE 3,0 fois supérieur à la moyenne du marché. Par contre, les niveaux de valorisation du secteur **Immobilier** semblent largement décalés par rapport à la logique du marché à travers un couple « ROE-P/B » de [3%-1,4x] ;
- Il nous paraît difficile que le marché boursier puisse supporter des multiples de bénéfice élevés à horizon 2025E, particulièrement pour les secteurs qui affichent un risque bilanciel relativement élevé, des marges d'EBE modestes et/ou une faible capacité de génération du cash. Il s'agit selon nous, des secteurs **BTP**, **Immobilier**, **Agroalimentaire** et **NTI**.

COHÉRENCE ENTRE LE ROE ET LES MULTIPLES DE VALORISATION DES FONDS PROPRES

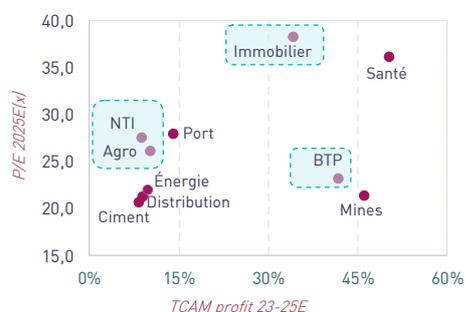
ROE 24E-25E Vs. P/B(x) 25E



Source : Calculs & Estimations AGR

CAPACITÉ DE LA CROISSANCE FUTURE À JUSTIFIER LES NIVEAUX DE VALORISATION 2025E

TCAM Profits 23-25E Vs. P/E(x) 25E



Source : Calculs & Estimations AGR

Les valorisations élevées seront très vulnérables aux prochaines phases de ralentissement en Bourse.

UN TIMING OPPORTUN POUR OPÉRER UN BASCULEMENT STRATÉGIQUE DES PORTEFEUILLES

Dans la mesure où la tendance des « valeurs de croissance » est pleinement valorisée en Bourse, nous recommandons aux investisseurs de se tourner vers des stratégies à « contre-courant ». L'objectif étant de commencer à faire basculer les portefeuilles vers des valorisations relativement plus « attrayantes » tout en intégrant des notions fondamentales telles que : la qualité du Bilan, la solidité des marges et la capacité à défendre la génération du cash-flow sur des horizons MT.

Au terme de notre analyse, nous aboutissons à un portefeuille dit de « résilience » composé de 5 valeurs qui répondent à notre logique d'investissement.

PORTEFEUILLE PERMETTANT DE SURPERFORMER LE MARCHÉ DURANT LES PHASES DE RALENTISSEMENT

Valeurs permettant d'accroître la résilience des portefeuilles grâce à leurs valorisations attractives et à la solidité de leurs fondamentaux

Secteurs	Valeurs	TCAM RN 23-25E	EBE/CA 22-23	BFR/CA 22-23	EN/FP 2023	CFO/CA 22-23	ROE 24-25	P/E(x) 25E
Banques	ATW bank	9%	58%	-	-	-	14%	13,0
Télécoms	Maroc Telecom	1%	52%	-39%	78%	35%	31%	13,0
Distribution	Label Vie	8%	9%	-3%	113%	6%	17%	20,7
Ciment ⁽¹⁾	CIMAR	12%	43%	12%	45%	22%	32%	19,6
Agro	Mutandis	33%	13%	15%	87%	6%	11%	13,7

(1) CIMAR : Estimation des indicateurs cibles (post-acquisition de 62,6% du capital d'Asment de Témara)

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 ACTIVITÉS DE MARCHÉ

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

SENIOR MANAGER

Maria Iraqi
+212 5 29 03 68 01
m.iraqi@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

Bourse / Activités de Marché / 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

SDM-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

MIDDLE EAST - DUBAÏ

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

ÉGYPTE

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

Banque Privée

FAMILY OFFICE - CASA 1

Sara Lemtouni
s.lemtouni@attijariwafa.com

CASABLANCA CENTRE 1

Nezha El Jai
n.eljai@attijariwafa.com

RABAT - SALÉ - KENITRA

Khaoula Lekhlit
k.lekhlit@attijariwafa.com

TANGER - TÉTOUAN

Yassir Ben Keddour
b.yassir@attijariwafa.com

INTERNATIONAL

Adil Smires
a.smires@attijariwafa.com

FAMILY OFFICE - CASA 2

Myriam Jakani
m.jakani@attijariwafa.com

CASABLANCA CENTRE 2

Youssef Ben Barka
y.benbarka@attijariwafa.com

MARRAKECH - TAFILALET

Salwa Chalabi
s.chalabi@attijariwafa.com

ORIENTAL

Amine Lqebbab
A.lqebbab@attijariwafa.com

SIÈGE BANQUE PRIVÉE

2, Bd My Youssef - Casablanca
mabanqueprivée@attijariwafa.com

FAMILY OFFICE - CASA 3

Abdelaziz Selkane
a.selkane@attijariwafa.com

CASABLANCA EXTENSION

Najib Naili
n.naili@attijariwafa.com

FÈS - MEKNÈS

Sanae Belkadi
sa.belkadi@attijariwafa.com

SOUSS - MASSA - SAHARA

Mohamed Harguil
n.eljai@attijariwafa.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 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.

