

# RESEARCH REPORT

EQUITY

NOVEMBRE  
2024



## POINT D'ANALYSE : INTRODUCTION EN BOURSE **CMGP GROUP**

- 03 | Un positionnement fort dans un secteur stratégique pour l'Etat
- 04 | Une IPO visant principalement l'accélération de la stratégie de croissance externe
- 05 | Une stratégie de croissance crédible et réalisable dans un contexte porteur du secteur



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## IPO CMGP - SOUSCRIRE

SECTEUR | AGRICOLE |

## POURQUOI MISER SUR CMGP GROUP...

L'introduction en Bourse de **CMGP Group** intervient dans la continuité de la forte dynamique dont bénéficie le marché Actions marocain et ce, depuis plus de deux ans déjà. Il s'agit d'un opérateur reconnu au Maroc au niveau de l'irrigation, l'agrofourriture et l'infrastructure dédiée aux activités agricoles.

**CMGP** a pu construire au cours des dernières années un business modèle intégré permettant de couvrir l'ensemble de la chaîne de valeur de ses clients. Un modèle « One Stop Shop » qui a fait ses preuves par le passé et dont les perspectives de développement sont très prometteuses.

En marge de notre analyse de la Notice d'Informations, de nos échanges avec le Management et de notre visite des sites de production du Groupe, nous ressortons avec un avis favorable quant à la souscription à cette opération. Concrètement, nous croyons que le titre **CMGP** devrait emprunter une orientation positive en Bourse sur le MT. Un scénario soutenu par trois principaux drivers :

- **Un projet de croissance à la fois « crédible » et « ambitieux » qui repose sur des facteurs endogènes**, à l'image de : **(1)** l'augmentation des capacités de production industrielles, **(2)** l'extension du réseau de distribution et, **(3)** la montée en charge des nouvelles activités telles que l'énergie solaire et le traitement des eaux. Tenant compte de cette croissance organique, la capacité bénéficiaire de **CMGP** afficherait une évolution annuelle moyenne d'environ +20,0% durant la période 2023-2030E. Il s'agit d'une multiplication du Résultat Net par 3,5 fois, passant de 123 à 427 MDH sur la période étudiée ;
- **Un projet de développement porté par la Vision du Royaume concernant la gestion du stress hydrique**. Ainsi, la construction des nouveaux barrages, la mise en place des stations de dessalement et l'interconnexion des bassins Nord-Sud permettraient une expansion des surfaces agricoles à horizon 2030E au Maroc et par conséquent, une forte augmentation de la Demande des agriculteurs à l'égard de **CMGP**. À titre indicatif, le Maroc a récemment déclaré son ambition de multiplier par 6,0 fois sa capacité annuelle de dessalement à horizon 2030E, passant de 0,3 à 1,9 milliard de m<sup>3</sup>.

Dans ces conditions, le titre **CMGP** est en mesure de suivre un parcours boursier similaire à celui des valeurs ayant bénéficié des plans stratégiques de l'Etat, en l'occurrence :

**Marsa Maroc** (Stratégie Portuaire), **Akdital** (Généralisation de la couverture médicale) et **Cosumar** (Plan Maroc Vert 2008-2018) ;

- **Une stratégie de croissance externe « sérieuse » mais non intégrée dans les prévisions de croissance annoncées par le Management**. En marge de son introduction en Bourse, nous croyons que **CMGP** est aujourd'hui bien positionné pour réaliser une opération de croissance externe courant les 12 prochains mois. Tenant compte du levier financier et de cette levée en Bourse, le Groupe pourrait cibler des acquisitions de taille intéressante pouvant aller jusqu'à 900 MDH.

Equipe Recherche

## UN POSITIONNEMENT FORT DANS UN SECTEUR STRATÉGIQUE POUR L'ÉTAT

### A. Un opérateur intégré, couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur agricole

Jouant un rôle clé dans la gestion du stress hydrique et de la sécurité alimentaire, CMGP bénéficie d'un positionnement fort au sein du secteur agricole marocain. Il s'agit d'un opérateur intégré couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur de ses clients. Fort d'un réseau de distribution de 16 agences commerciales, d'une infrastructure logistique de 8 unités de stockage et de 6 unités industrielles performantes, CMGP a pu développer une proposition de valeur compétitive qui s'articule autour de 3 segments d'activité:

- (1) **Agroéquipement** : Regroupe les activités liées aux systèmes d'irrigation (goutte à goutte/micro-aspersion/pompage) ainsi qu'aux solutions d'énergie solaire dans les domaines agricole et industriel. CMGP Group est considéré comme leader dans le domaine de solutions d'irrigation avec une PDM de 27% au niveau national ;
- (2) **Agrofourniture** : Doté de 3 sites industriels pour le conditionnement et la transformation d'engrais avec une capacité de 120 KT, CMGP Group est le leader dans la distribution d'engrais et des produits phytosanitaires ;
- (3) **Infrastructure** : En tant que fournisseur de solutions et de projets clé en main, l'opérateur a réalisé plusieurs travaux dans le domaine de l'assainissement, de l'adduction de l'eau potable et du traitement des eaux.

#### CMGP GROUP : PRINCIPAUX SEGMENTS D'ACTIVITÉ VS. PDM RESPECTIVES

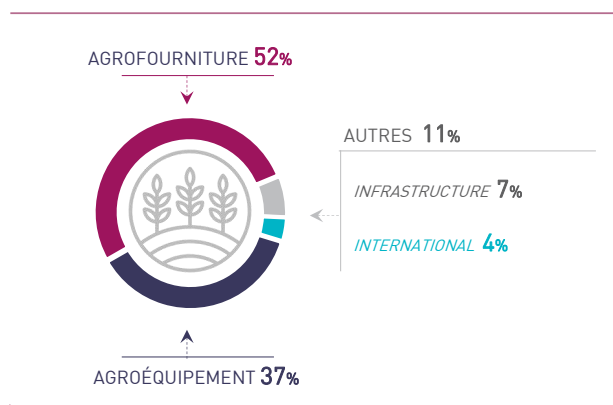


### B. Une stratégie de développement crédible et un profil de croissance attractif à horizon 2030E

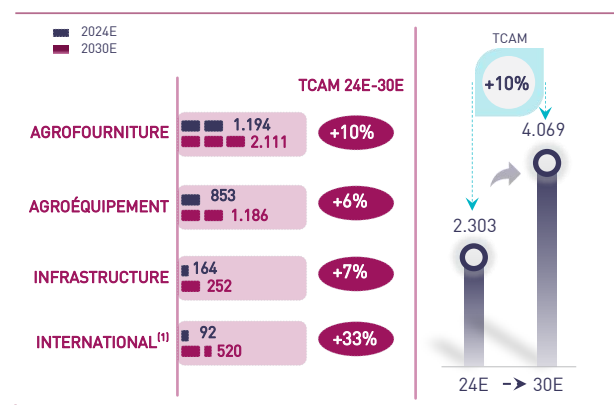
À l'analyse de la répartition des revenus par segment, nous relevons une nette prédominance de l'*Agrofourniture* qui s'accapare plus de la moitié des revenus en 2024E. En effet, l'opérateur est leader dans le domaine de la distribution phytosanitaire (PDM de 20%) et challenger dans les engrais (PDM de 12%). Pour sa part, l'*Agroéquipement* représente 37% des revenus consolidés. Enfin, l'*Infrastructure* et l'*international* contribuent à seulement 11% des revenus.

Sur la base du BP communiqué par le Management, CMGP devrait poursuivre sa stratégie de développement agressive sur le à MT à travers un TCAM du CA de +10% sur 2024E-2030E. Concrètement, l'opérateur prévoit de : **(1)** Poursuivre la diversification de ses gammes de produits et accompagner le développement attendu des surfaces irriguées au Maroc, **(2)** Accélérer sa croissance organique dans les domaines à fort potentiel à l'image de l'énergie solaire et du traitement des eaux, et enfin, **(3)** Augmenter progressivement les capacités industrielles.

#### CMGP: RÉPARTITION DU CA 24E PAR SEGMENT D'ACTIVITÉ



#### CMGP: PROFIL DE CROISSANCE DU CA 24E-30E (MDH)



(1) Le Groupe CMGP est présent en Afrique à travers 4 pays: il s'agit de la Côte d'Ivoire, du Sénégal, du Ghana et de la Mauritanie.

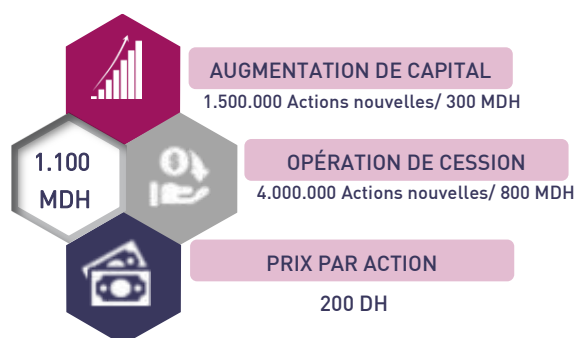
Source : Prospectus d'information de CMGP

## UNE IPO VISANT PRINCIPALEMENT L'ACCÉLÉRATION DE LA STRATÉGIE DE CROISSANCE EXTERNE

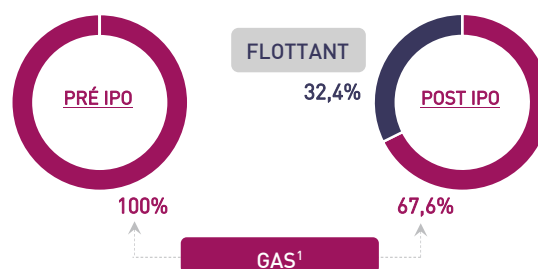
Avec un montant global de 1,1 MMDH, l'IPO de CMGP sera effectuée via une augmentation de capital de 300 MDH et une cession d'un montant de 800 MDH conjointement par les Actionnaires de référence (GAS<sup>1</sup>). L'objectif stratégique de cette levée serait le financement du plan de développement de CMGP notamment via la croissance externe. L'opération porte sur un nombre total d'actions de 5.500.000 au prix unitaire de 200 DH. Post-IPO, le capital flottant de la société ressort ainsi à 32,4% traduisant la sortie partielle des membres du (GAS<sup>1</sup>).

Cette IPO propose deux tranches aux différentes catégories d'investisseurs. La 1<sup>ère</sup> tranche porte sur un montant de 750 MDH au prorata de la Demande dont une souscription minimum est fixée à 3,0 MDH, soit 15.000 Actions. Pour sa part, la 2<sup>ème</sup> tranche porte sur une Offre de 350 MDH sans aucun minimum requis avec une 1<sup>ère</sup> allocation à hauteur de 300 Actions par souscripteur (60.000 DH) et une 2<sup>ème</sup> allocation au prorata de l'excédent de la Demande au-delà des 300 actions.

### CMGP: CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'IPO



### CMGP : ACTIONNARIAT PRÉ VS. POST IPO

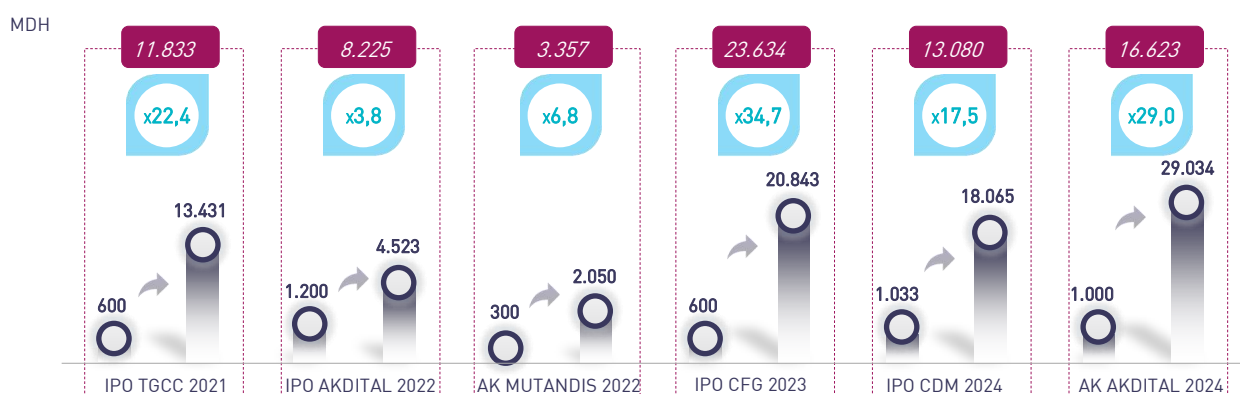


## UN MOMENTUM TRÈS FAVORABLE POUR LE PAPIER FRAIS EN BOURSE

L'IPO de CMGP intervient dans un contexte boursier favorable marqué par un appétit fort des investisseurs pour le papier neuf de qualité. Cet appétit envers les Actions se traduit par le franchissement du MASI de la résistance historique des 14.000 pts pour se rapprocher du seuil psychologique des 15.000 points en novembre 2024. La solidité de la confiance des investisseurs envers le marché boursier est confirmée par les résultats de notre dernière édition de l'*AGR-Indice de confiance*. À l'analyse des dernières opérations de levées de fonds sur le marché Actions, nous relevons :

- (1) Un intérêt de plus en plus grandissant envers les valeurs de « Croissance » ayant fait appel aux marchés financiers depuis 2023. Le nombre de souscripteurs se maintient entre 13.000 et 23.000 ;
- (2) Des taux de sursouscription élevés depuis 2023, au dessus des 17,0 fois. À titre indicatif, la récente augmentation de capital de Akdital qui demeure une « valeur de Croissance » par excellence a mobilisé un montant supérieur à 29 MMDH face à une Offre de 1,0 MMDH.

### LEVÉES DE FONDS À LA BOURSE DE CASABLANCA: TAUX DE SURSUSCRIPTION (%) VS. NOMBRE DE SOUSCRIPTEURS



(1) Il s'agit de ADP II HOLDING 10 Luxembourg SARL, AFRICA Agriculture, MPEF IV, FIPAR Holding, Youssef Moamah et Jacques Alléon. Au terme de l'opération, les actionnaires du GAS devraient détenir plus de 67% du capital. Le lock up de 3 ans prévu dans le cadre de l'opération s'engage sur plus de 50% des participations du GAS, soit 17,5% ou 2.983.435 actions éventuellement qui pourraient s'ajouter au flottant.

Sources: Prospectus d'information de CMGP, AMMC, Calculs AGR



## UNE STRATÉGIE DE CROISSANCE CRÉDIBLE ET RÉALISABLE DANS UN CONTEXTE PORTEUR DU SECTEUR

À travers un effort d'investissement soutenu de 270 MDH permettant une augmentation des capacités industrielles, un élargissement de la force de vente et une extension des activités en Afrique, CMGP serait en mesure d'améliorer ses indicateurs de rentabilité tout en maîtrisant son profil risque durant la période 2024E-2030E.

Le développement des activités de CMGP serait soutenu par les politiques gouvernementales visant à répondre aux problématiques de l'eau au Maroc (PNAEPI<sup>(1)</sup> 20-27 et PNE<sup>(2)</sup> 50) ainsi qu'aux enjeux de souveraineté alimentaire. Cette orientation se traduirait par une augmentation des surfaces cultivées et par conséquent, une augmentation des besoins en termes d'irrigation, d'engrais, des produits phytosanitaires, de l'énergie solaire et des infrastructures hydrauliques.

Selon les projections du Management sur la période 2024E-2028E, l'EBE et le RNPG afficheraient des TCAM de 13,6% et de 18,1% respectivement. Aussi, la bonne maîtrise du BFR permettrait à l'opérateur de réduire progressivement le niveau de la dette à horizon 2028E. Il s'agit d'un Gearing moyen de 13,1% contre 30,0% durant la période 2021-2023.

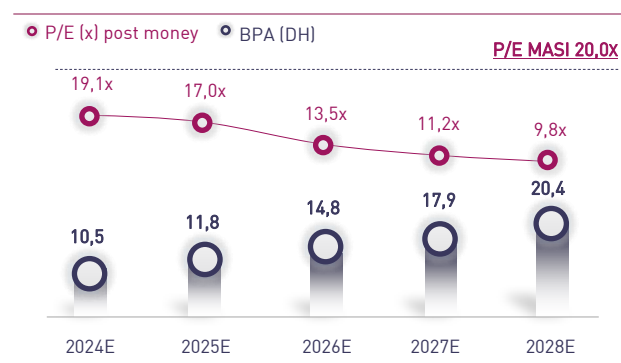
### CMGP : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICATEURS OPÉRATIONNELS ET FINANCIERS DURANT LA PÉRIODE 24E-28E



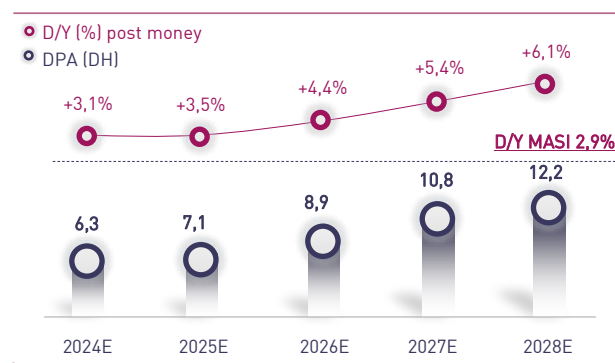
À l'analyse des multiples de valorisation induits pour les investisseurs en Bourse, nous relevons les points suivants :

- (1) Un P/E moyen de 14,1x durant la période 2024E-2028E, offrant une décote attractive de 43% par rapport au marché Actions. Ce dernier afficherait selon nos calculs un P/E moyen autour des 20,0x ;
- (2) Un payout stable autour de 60% qui permettrait de capter la tendance haussière des bénéfices sur la période 2024E-2028E. Il s'agit d'un D/Y moyen de 4,5% supérieur à la moyenne du marché Actions qui s'établit autour des 3,0%.

### CMGP : ÉVOLUTION DU P/E (x)<sup>(3)</sup> POST MONEY 24E-28E



### CMGP : ÉVOLUTION DU D/Y<sup>(4)</sup> POST MONEY 24E-28E



(1) PNAEPI: Programme National pour l'Approvisionnement en Eau Potable et l'Irrigation 2020-2027 ;

(2) PNE: Plan National de l'Eau 2020-2050 ;

(3) Dividende relatif à l'exercice (n), payable en (n+1) ;

(4) Post money: tenant compte du nombre de titres post-augmentation de capital de 17.000.900 et sur la base du cours d'introduction de 200 DH.

Sources: Prospectus d'information de CMGP, AMMC, Calculs 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 ACTIVITÉS 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.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 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 29 03 68 21  
s.mohcine@attijari.ma

Mehdi Benckroun  
+212 5 29 03 68 21  
m.benckroun@attijari.ma

### 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 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.

