

RESEARCH REPORT

EQUITY

MAI
2025



LABEL VIE : UN VIRAGE STRATÉGIQUE CRÉDIBLE ET RÉALISABLE

- 03 | Des réalisations qui attestent de la pertinence du business modèle
- 04 | Un nouveau virage stratégique..., amplement exigé par le contexte actuel
- 05 | Une croissance soutenable..., portée par un modèle de financement viable
- 06 | Révision des hypothèses de valorisation et du cours objectif



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	-
Ancien cours objectif	-

LABEL VIE

Secteur	GRANDE DISTRIBUTION
Reuters	LBV.CS
Bloomberg	LBV MC

5.295 DH

Actuel	4.669 DH
Potentiel	+13%
Horizon	12 Mois

EXECUTIVE SUMMARY

Le secteur de la Grande Distribution au Maroc connaît depuis quelques années déjà des évolutions majeures. Celles-ci sont alimentées par deux principaux constats. Le **premier** est en lien avec l'intensification de la concurrence au niveau de la distribution de proximité suite à la montée en charge de BIM, l'arrivée du distributeur égyptien Kazon qui ambitionne de doubler ses points de vente en 2025, ainsi que le développement du concept Marjane City du Groupe Marjane. Le **second** concerne la reconfiguration du panier alimentaire sous l'effet de deux années de forte inflation au Maroc. À cet effet, il est important de souligner que la catégorie de clientèle à revenu moyen représenterait près de 60% du marché.

Néanmoins, sur un horizon LT, le secteur marocain de la Grande Distribution offre de belles perspectives de développement soutenues par : **(1)** Un taux de pénétration relativement faible, **(2)** Une pyramide des âges favorable à la distribution moderne, et enfin, **(3)** Une digitalisation accélérée de l'économie et une montée en charge du E-commerce.

Dans ce contexte sectoriel évolutif, Label Vie entame un nouveau virage stratégique. Celui-ci consiste à accélérer le rythme de ses ouvertures à horizon 2028E tout en se focalisant sur les formats de proximité considérés aujourd'hui comme les nouveaux relais de croissance.

En marge de notre exercice d'évaluation financière, nous ressortons avec un cours objectif du titre Label Vie à 5.295 DH, offrant un potentiel d'appréciation en Bourse de +13% sur un horizon de 12 mois. À cet effet, nous recommandons d'**ACHETER** le titre Label Vie.

Les principaux messages de notre analyse sont les suivants :

- En 2024, Label Vie a repensé sa stratégie de développement afin de faire face à la montée de la concurrence et à l'évolution du panier alimentaire des ménages au Maroc. L'opérateur compte ouvrir 774 nouveaux magasins durant la période 2024-2028E afin de porter son réseau à 953 points de vente. Celui-ci se focaliserait davantage sur les Hypercashs et Supeco considérés aujourd'hui comme les nouveaux relais de croissance du secteur ;
- Durant la période 2024-2028E, nous anticipons un TCAM des revenus de +18,1% porté par l'extension du réseau de distribution, une marge EBE cible de 9,3% qui tient compte de la montée en charge des segments à moindre marge et un TCAM du RNPG de +15,0% pour se rapprocher des 1,0 MMDH à horizon 2028E ;
- L'investissement prévu dans le cadre de cette stratégie dépasserait les 7 MMDH, soit une moyenne de 7,7% des ventes. Grâce à la forte capacité de génération du cash, le CAPEX pourrait être financé principalement par de l'autofinancement. Le Groupe dispose d'un patrimoine immobilier significatif pouvant faire l'objet de « monétisation » ;
- L'endettement du Groupe resterait selon nous maîtrisable, à travers un Gearing Net cible de 47% à horizon 2028E. Un niveau cohérent avec le profil risque du secteur de la Grande Distribution ainsi que les standards observés chez les opérateurs à l'international ;
- Au terme de ce plan stratégique, nous croyons que le titre Label Vie devrait se traiter à des décotes sensibles par rapport aux comparables internationaux à horizon 2028E, soit -16% au niveau du P/E (14,3x Vs. 16,9x) et -25% au niveau du ratio VE/EBE (6,9x Vs. 9,2x).

Maria IRAQI

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

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
LBV	12,8	19,7	11,2
MASI	5,2	7,5	35,4

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
LBV	31,3	16,4	8,1
MASI	331	444	312

Capitalisation	Au 23/05/2025
En MDH	13.512
En M\$	1.467

Cours arrêtés au 23/05/2025

DES RÉALISATIONS QUI ATTESTENT DE LA PERTINENCE DU BUSINESS MODÈLE

Au titre de l'exercice 2024, les réalisations opérationnelles et financières du Groupe Label Vie sont légèrement supérieures à nos prévisions communiquées en début d'année (*Cf. Prévisions AGR 2024E-2025E*). Ainsi, les taux de réalisation varient entre 100% pour le chiffre d'affaires et 103% pour le RNPG.

Une amélioration des revenus portée par les *supermarchés* et les *hypercashes*

Dans un contexte marqué par l'intensification de la concurrence conjuguée à une pression significative sur le pouvoir d'achat des ménages, Label Vie affiche une hausse de +3,9% de son CA consolidé à 16.418 MDH, quasiment identique à notre prévision initiale de 16.443 MDH.

À l'origine de cette évolution, deux principaux facteurs :

- L'extension du réseau du distributeur à 270 magasins et ce, à travers l'ouverture de 91 nouveaux points de vente. Nous relevons l'ouverture de 6 Atacadao, 1 Hypermarché et 84 supermarchés dont 12 Carrefour Market, 11 Carrefour Express et 61 Supeco. À périmètre constant, les ventes de l'opérateur ressortent en quasi-stagnation à -0,8%. À noter que la grande partie des ouvertures a eu lieu au second semestre 2024 ;
- L'amélioration des ventes des segments supermarchés et hypercashes de +7,3% et de +5,2% respectivement contre un repli des revenus des hypermarchés de -2,8% en 2024.

Une capacité avérée à préserver les niveaux de marge

En termes de rentabilité, Label Vie affiche un EBE de 1.412 MDH contre 1.325 MDH en 2023 soit une progression de +6,6%. À l'origine, l'augmentation de la marge arrière de +10,1% passant de 1.648 MDH à 1.814 MDH sur la même période. Une performance soutenue par l'amélioration des droits d'ouverture dans un contexte marqué par une stratégie d'extension agressive du réseau de distribution.

La marge EBE gagne +0,3 pt à 9,7% en dépit de la contribution progressive des segments de proximité et de l'hypercash dont les niveaux de marge sont relativement moins élevés par rapport aux autres formats. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette amélioration : (1) La mise en place d'une Centrale d'Achat unique pour les supermarchés et les hypermarchés, (2) Les retombées positives du programme de digitalisation mis en place en 2021 et (3) L'optimisation continue des charges d'exploitation.

Une hausse de la capacité bénéficiaire dopée par le résultat financier

En 2024, le RNPG de Label Vie affiche une hausse de +6,7% à 542 MDH contre une prévision AGR initiale de 524 MDH. Ainsi, le taux de réalisation de nos estimations ressort à 103%. Ce léger écart est justifié par la progression meilleure que prévu du Résultat Financier qui passe de 1,2 MDH en 2023 à 43,9 MDH en 2024. Celle-ci provient principalement de la conjugaison de deux facteurs :

- La remontée des dividendes des filiales Aradei Capital et Terramis pour un montant de 132 MDH conjuguée à la hausse des produits de placement ;
- La cession de 49% du capital de l'OPCI Terramis pour un montant agrégé de 549 MDH. Selon le Management, cette opération a permis de générer une plus-value de 39 MDH.

Enfin, le DPA 2024 a été fixé à 110,57 DH contre une estimation AGR de 99,79 DH. Il s'agit d'un payout (base consolidée) de 59% contre 55% en 2023. En dépit du relèvement de son dividende de +14%, Label Vie demeure une valeur de croissance par *excellence* à travers un D/Y de 2,4% sur la base du cours observé en date du 23/05/2025.

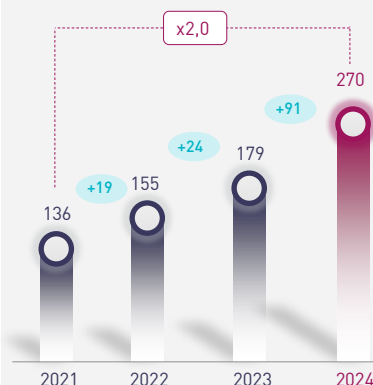
LABEL VIE : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2024 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2024E

EN MDH	2023	2024	VAR	AGR 24E	VAR 24E	TR 2024E ⁽¹⁾
CA consolidé	15.800	16.418	+3,9%	16.443	+4,1%	100%
EBE ajusté	1.325	1.412	+6,6%	1.388	+4,7%	102%
Marge EBE ⁽²⁾	9,4%	9,7%	+0,3 pt	9,5%	+0,1 pt	
REX	794	804	+1,2%	796	+0,2%	101%
Marge opérationnelle ⁽²⁾	5,6%	5,5%	-0,1 pt	5,4%	-0,2 pt	
RNPG	508	542	+6,7%	524	+3,1%	103%
Marge nette ⁽²⁾	3,6%	3,7%	+0,1 pt	3,6%	-	
DPA (DH)	96,75	110,57	+14,3%	99,79	+3,1%	111%

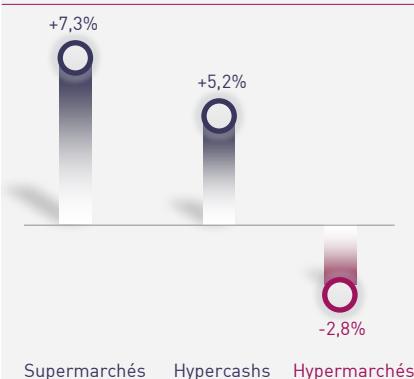
(1) TR: Taux de réalisation : Résultat 2024R / AGR Prévision annuelle 2024E

(2) Les marges sont calculées par rapport aux ventes de marchandises consolidées

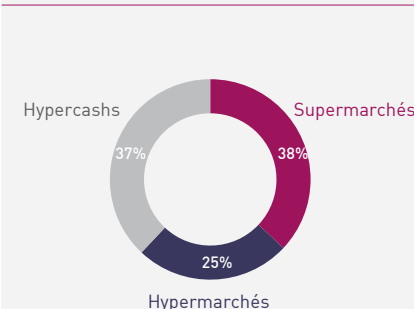
LBV : RÉSEAU COMMERCIAL 2021-2024



LBV : VAR DES VENTES PAR FORMAT 2024



LBV : CONTRIBUTION DES FORMATS AU CA



UN NOUVEAU VIRAGE STRATÉGIQUE..., AMPLEMENT EXIGÉ PAR LE CONTEXTE ACTUEL

Un secteur de la distribution marqué par des tendances mitigées...

Il est important de souligner que Label Vie évolue aujourd'hui dans un environnement complexe, marqué par des tendances mitigées :

- **Sur le LT**, le secteur de la **distribution moderne** au Maroc offre un potentiel de croissance intéressant. Un constat justifié par le faible taux de pénétration de ce segment qui ressort à seulement 21% pour le Maroc contre une moyenne de 46% pour les pays comparables. L'accélération de l'urbanisation, le changement des habitudes de consommation, la digitalisation de l'économie et le développement rapide du E-commerce sont autant de « drivers » qui favorisent une montée en charge plus rapide de la distribution moderne par rapport au segment traditionnel ;
À titre indicatif, le CA annuel de la distribution moderne au Maroc s'élèverait autour des 40 MMDH contre un marché traditionnel qui génère entre 120 et 150 MMDH ;
- **Sur le MT**, nous assistons à une intensification de la concurrence au niveau du segment de la distribution de proximité. Par rapport à la GMS, la distribution de proximité s'adresse principalement à une catégorie de clientèle à revenu moyen qui représenterait près de 60% du marché. Cette montée de la concurrence se traduit par le développement accéléré de BIM conjugué à l'entrée d'un nouveau concurrent en 2024. Il s'agit du distributeur égyptien Kazyon qui détient près de 120 magasins au Maroc et ambitionne d'ouvrir 150 nouveaux points de vente en 2025. Dans le même sillage, le Groupe Marjane a introduit un nouveau format de distribution de proximité sous la marque Marjane City ;
- **Sur le CT**, le panier alimentaire et le pouvoir d'achat des ménages ont été sensiblement impactés sous l'effet de deux années de forte inflation au Maroc, soit une moyenne de 6,4% durant la période 2022-2023. Une situation qui incite les ménages à rationaliser davantage leurs achats. En atteste la quasi-stagnation du CA de Label Vie à périmètre constant durant l'exercice 2024.

... imposant un nouveau virage stratégique de Label Vie ...

Afin de préserver son profil de croissance attractif et tenant compte de la montée visible de la concurrence, Label Vie a repensé sa stratégie de développement sur la période 2024-2028E. Celle-ci repose principalement sur l'expansion du réseau de distribution du Groupe pour le porter à 953 magasins à horizon 2028E contre 270 en 2024 tout en privilégiant davantage les segments de proximité. Concrètement, ce plan stratégique devrait se traduire par les ouvertures suivantes :

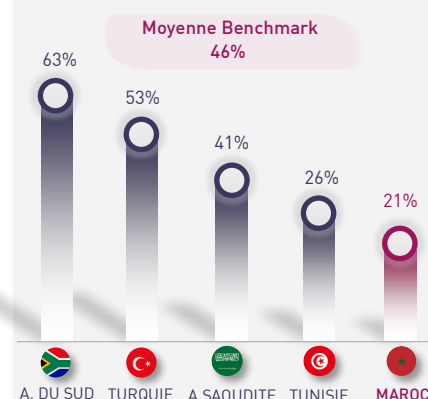
- ⇒ 30 hypercashes pour atteindre un total de 49 magasins « Atacadao » en 2028E. Ce segment offre les prix les plus bas et s'adresse aussi bien aux professionnels qu'aux particuliers ;
- ⇒ 217 supermarchés « Carrefour Express » pour un objectif de 271 magasins en 2028E ;
- ⇒ 329 supermarchés « Supeco » pour atteindre 409 points de vente au terme de la période étudiée. Ce format se distingue par un cycle de développement plus court entre le moment de l'identification du magasin et l'ouverture, permettant une expansion plus rapide ;
- ⇒ 102 nouveaux supermarchés « Carrefour Market » et « Carrefour Gourmet » portant le nombre de magasins sous ces deux enseignes à 206 à horizon 2028E ;
- ⇒ 5 nouveaux hypermarchés sous l'enseigne « Carrefour » pour atteindre 18 hypermarchés en 2028. À noter que les contraintes foncières et urbanistiques ne permettent pas un rythme d'ouverture très soutenu des hypermarchés.

Dans ce contexte, la contribution des différents formats aux ventes devrait naturellement évoluer. En effet, nous devrions assister à la montée en charge des formats « Atacadao », « Supeco » et « Carrefour Express » avec un poids cumulé de 57% contre 44% en 2023.

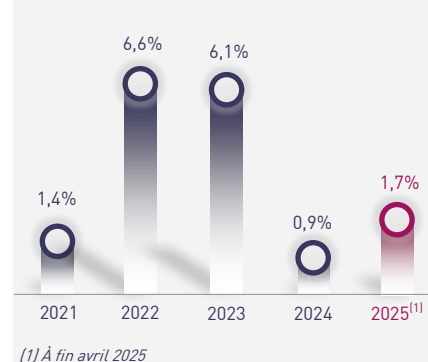
Ces trois formats sont considérés aujourd'hui comme étant les nouveaux relais de croissance de Label Vie dans la mesure où ils répondent aux besoins des ménages tant sur la proximité que sur les prix. Plus en détails, le poids des différents segments dans les ventes de Label Vie devrait se présenter comme suit :

- ⇒ Hypercash « Atacadao » : Une contribution de 41% en 2028E contre 38% en 2023 ;
- ⇒ « Supeco » : Un poids de 7% en 2028E contre seulement 1% en 2023 ;
- ⇒ « Carrefour Express » : Une part de 9% à horizon 2028E contre 5% en 2023 ;
- ⇒ Supermarchés Carrefour : Une contribution en baisse de -4 pts à 26% en 2028E ;
- ⇒ Hypermarchés : Une part de 17% en 2028E contre 26% en 2023, soit un repli de -9 pts.

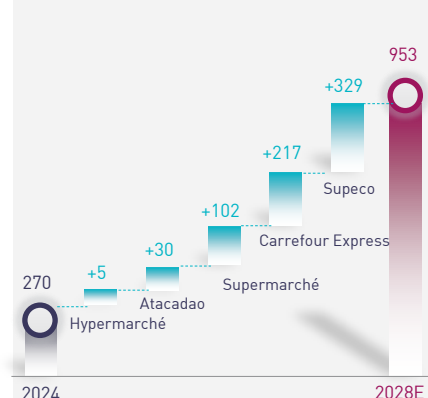
BENCHMARK DES TAUX DE PÉNÉTRATION



MAROC : INFLATION MOYENNE ANNUELLE



LBV : VENTILATION DES OUVERTURES



Sources : CP & États financiers Label Vie 2024, HCP, Calculs & Estimations AGR

UNE CROISSANCE SOUTENABLE..., PORTÉE PAR UN MODÈLE DE FINANCEMENT VIABLE

Une capacité bénéficiaire qui frôlerait les 1,0 MMDH à horizon 2028E

Compte tenu de la nouvelle vision stratégique de Label Vie, nous avons procédé à l'actualisation de nos prévisions sur la période 2024-2028E. Celles-ci demeurent relativement conservatrices par rapport aux ambitions du Management :

- Une croissance annuelle moyenne des revenus de +18,1%, soutenue par l'accélération attendue du rythme des ouvertures. À horizon 2028E, le réseau de distribution du Groupe atteindrait 953 points de vente contre 270 en 2024 ;
- Une marge EBE cible de 9,3% sur la période étudiée contre 9,7% en 2024. Ce léger repli de la rentabilité proviendrait selon nous, de la montée en puissance des formats Atacadao et Supermarchés de proximité dont les niveaux de marge sont relativement moins élevés ;
- Un résultat financier positif sur l'ensemble de la période prévisionnelle en raison des remontées de dividendes des filiales Aradei Capital et Terramis ;
- Un TCAM de +15,0% des bénéfices passant de 542 MDH en 2024 à 948 MDH à horizon 2028.

LBV : ACTUALISATION DES PRÉVISIONS AGR SUR LA PÉRIODE 2024-2028E

EN MDH	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Nombre de magasins	179	270	395	563	752	953
Ouvertures nettes	24	91	125	168	189	201
Chiffre d'affaires	15.800	16.418	18.971	22.874	27.200	31.949
Variation	+13,3%	+3,9%	+15,6%	+20,6%	+18,9%	+17,5%
EBE ajusté	1.325	1.412	1.566	1.876	2.215	2.599
Marge EBE/Ventes	9,4%	9,7%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Résultat financier	1	44	31	32	36	38
RNPG	508	542	585	686	808	948
Variation	+10,8%	+6,7%	+8,0%	+17,3%	+17,8%	+17,3%

Une solide capacité de génération du cash..., soutenant la politique de financement

Il est évident que le développement accéléré du réseau de distribution de l'opérateur nécessite un effort d'investissement considérable. Afin de procéder à l'ouverture de 774 nouveaux magasins sur la période 2024-2028E, Label Vie prévoit de mobiliser une enveloppe d'investissement de plus de 7 MMDH, soit une moyenne de 7,7% des ventes prévisionnelles. Selon le Management, ce budget de CAPEX sera financé essentiellement via l'autofinancement, grâce à deux leviers :

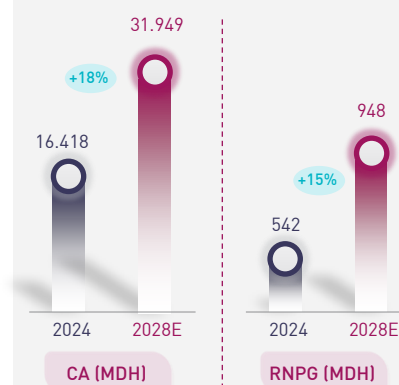
- L'amélioration continue de la génération de cash compte tenu d'un BFR structurellement négatif. Il s'agit d'un excédent annuel moyen de 377 MDH durant la période 2020-2024 correspondant à près de -3,2% des ventes consolidées du Groupe ;
- La possession d'un patrimoine immobilier significatif pouvant être valorisé et transféré aux foncières détenues par Label Vie. Ceci permettrait non seulement de dégager du cash mais aussi de rendre le Bilan du Groupe plus liquide.

Concernant le profil risque de l'opérateur, nous devrions assister à une maîtrise de l'endettement. Selon nos prévisions, le ratio « *Endettement Net / (Fonds Propres + Endettement Net)* » devrait baisser de 53% en 2024 à 47% à horizon 2028E contre une estimation du Management de 44%.

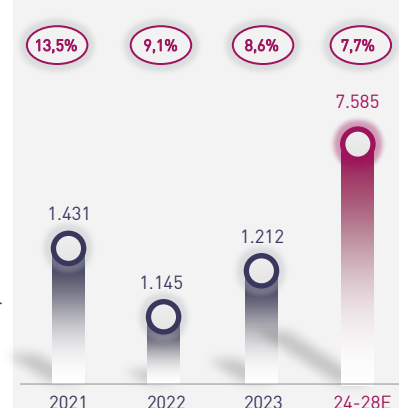
Afin de positionner le niveau d'endettement de Label Vie, nous avons procédé à un benchmarking par rapport à 8 sociétés à l'échelle internationale, exerçant dans la Grande Distribution. À cet effet, nous relevons que le *levier financier net* de Label Vie à horizon 2028E demeure en cohérence avec la tendance mondiale qui ressort autour des 46%. Selon nous, le niveau d'endettement cible ne constituerait pas un facteur de risque significatif pour Label Vie et ce, pour trois raisons :

- (1) Un profil de croissance des revenus peu volatile grâce à une Demande résiliente et non cyclique sur le LT ;
- (2) Un développement qui repose sur des facteurs endogènes et maîtrisables. Il s'agit en grande partie de l'extension du réseau commercial ;
- (3) Une forte capacité à générer le cash grâce à un BFR structurellement négatif. Ainsi, le CFO moyen ressort à 942 MDH sur la période 2021-2024 équivalent à un ratio CFO/Ventes de 7,5%.

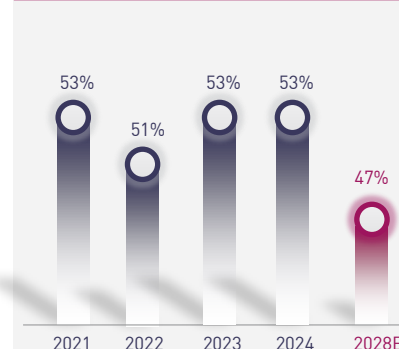
LBV : TCAM DES REVENUS ET DU RNPG



LBV: CAPEX (MDH) VS. POIDS DANS VENTES



LBV : TAUX D'ENDETTEMENT NET⁽¹⁾



(1) Taux d'endettement net : EN / (EN+ FP)

RÉVISION DES HYPOTHÈSES DE VALORISATION ET DU COURS OBJECTIF

Un cours objectif de 5.295 DH offrant un upside de 13% sur un horizon de 12 mois

Pour la valorisation du titre LBV, nous avons opté pour la méthode DCF. Ainsi, nous ressortons avec une Valeur Economique du Groupe de 16.871 MDH. En intégrant la participation dans Aradei Capital estimée à 2.189 MDH, la participation dans Terramis évaluée à 571 MDH⁽¹⁾ et l'Endettement Net au T1-25 de 4.307 MDH, la valeur des capitaux propres ressort à 15.324 MDH. Il s'agit d'un cours cible de 5.295 DH par Action sur un horizon de 12 mois. Par conséquent, il s'agit d'un potentiel d'appréciation du cours du titre en Bourse de +13%.

Pour l'actualisation des FCF, nous avons retenu un WACC de 6,16%. Ce niveau relativement bas est justifié par : la résilience de l'activité de la Grande Distribution qui se traduit par un bêta de 0,89, une PDR Actions de 6,4% [Cf. *PDR Maroc Nov-24*], un rendement du BDT-10 ans de 2,79% et un levier financier de 45% qui demeure cohérent par rapport à la qualité du Bilan du Groupe.

LBV : PRINCIPALES HYPOTHÈSES DU BP SUR LA PÉRIODE 2024-2028E

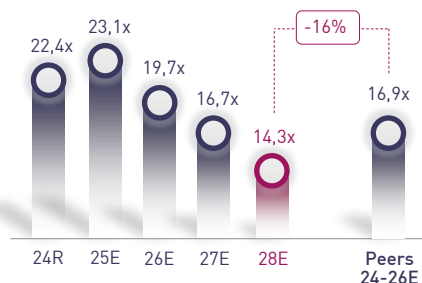
INDICATEURS (MDH)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	29E-34E
CHIFFRE D'AFFAIRES	16.418	18.971	22.874	27.200	31.949	40.762
Variation	3,9%	15,6%	20,6%	18,9%	17,5%	6,7%
EBE	1.412	1.566	1.876	2.215	2.599	3.316
Marge EBE/Ventes	9,7%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
CAPEX	1.476	1.563	1.534	1.441	1.572	1.420
% Ventes	10,1%	9,3%	7,6%	6,1%	5,7%	4,0%
BFR	-82	-341	-417	-503	-598	-763
% Ventes	-0,6%	-2,0%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	-43	-41	45	420	605	1.283
Marge FCF/Ventes	-0,3%	-0,2%	0,2%	1,8%	2,2%	3,6%

Amélioration des multiples de valorisation par rapport au benchmark international

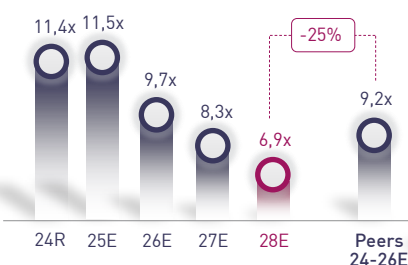
Afin de positionner le titre Label Vie par rapport à son Benchmark à l'international, nous avons procédé à la sélection d'un échantillon composé de 8 opérateurs internationaux présents dans 7 pays, à savoir : l'Arabie Saoudite, l'Afrique du Sud, le Brésil, le Portugal, la Turquie, la Thaïlande et la Malaisie. En marge de notre analyse des multiples de valorisation cibles de Label Vie par rapport à ses comparables, nous ressortons avec les conclusions suivantes :

- Tenant compte d'un TCAM d'EBE de +16,5% durant la période 2024-2028E, le multiple VE/EBE de Label Vie devrait passer de 11,4x en 2024 à 6,9x en 2028. Ce dernier affiche une décote de -25% par rapport à la moyenne normative du Benchmark qui ressort à 9,2x ;
- L'amélioration régulière de la capacité bénéficiaire du Groupe sur la période 2024-2028E devrait se refléter positivement sur son multiple des bénéfices. Le P/E du titre Label Vie s'établirait à un niveau relativement attractif en 2028E, soit 14,3x contre 22,4x en 2024. Il s'agit d'une décote de -16% par rapport aux P/E normatifs affichés par les opérateurs comparables à l'international.

LBV : ÉVOLUTION DU P/E⁽²⁾ 24-28E



LBV : ÉVOLUTION DU VE/EBE⁽²⁾ 24-28E



(1) Valeur calculée sur la base des dernières transactions.

(2) Multiples 2024 calculés sur la base du cours au 31/12/2024. Multiples 2025E-2028E calculés sur la base du cours au 23/05/2025.

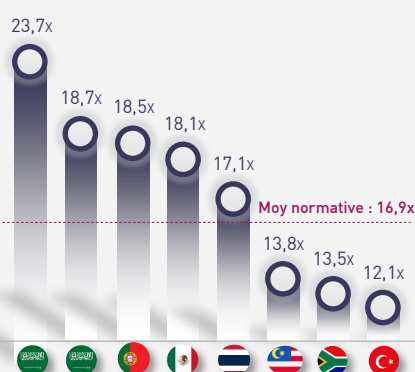
LBV : CONSTRUCTION DU WACC

BDT 10y	2,79%
Beta	0,89
PDR Actions	6,4%
Coût des CP	8,5%
Structure Financière	45%
Coût de la Dette	3,3%
WACC	6,16%

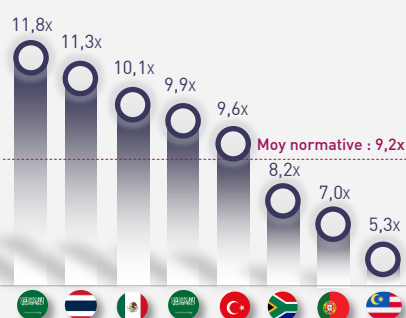
LBV : VENTILATION DU COURS CIBLE

	MDH
FCF actualisés 10 ans	5.723
Valeur Terminale	11.148
Valeur d'Entreprise	16.871
EN au T1-25	4.307
Participation Aradei Capital	2.189
Participation Terramis	571
Valeur des CP	15.324
Valeur par action (DH)	5.295

P/E 24-26E: BENCHMARK RETENU



VE/EBE 24-26E : BENCHMARK RETENU



PRINCIPAUX INDICATEURS DES COMPARABLES À L'INTERNATIONAL

PEERS : INDICATEURS SECTORIELS

Benchmark	Pays	Indicateurs sectoriels 2024			Capitalisation
Sociétés		Inflation	PIB/Hab \$	TP ⁽¹⁾	M\$
Walmart Mex	Mexique	4,7%	14.007	63%	59.313
Abdullah Al Othaim	Arabie Saoudite	1,7%	30.746	41%	1.946
Bindawood	Arabie Saoudite	1,7%	30.746	41%	1.871
BIM	Turquie	58,5%	15.463	53%	7.455
Jeronimo	Portugal	2,7%	28.918	70%	15.804
Spar	Afrique du Sud	4,4%	6.332	63%	1.264
Aeon	Malaisie	1,8%	12.541	43%	489
CP All	Thaïlande	0,4%	7.492	70%	13.154

PEERS : INDICATEURS DE CROISSANCE ET DE PROFITABILITÉ 2024-2026E

Benchmark	Profil de croissance TCAM 24-26E			Profitabilité Moyenne 24-26E	
Sociétés	CA	EBE	RNPG	Marge EBE	Marge nette
Walmart Mex	7,5%	8,1%	7,8%	10,5%	5,6%
Abdullah Al Othaim	6,2%	8,3%	-1,8%	8,2%	4,3%
Bindawood	7,6%	7,7%	8,9%	15,0%	4,9%
BIM	30,4%	62,8%	31,1%	5,6%	3,6%
Jeronimo	7,3%	12,1%	16,7%	6,6%	1,9%
Spar	3,6%	10,7%	21,5%	3,6%	1,0%
Aeon	3,4%	7,0%	16,8%	17,4%	3,5%
CP All	5,8%	5,7%	12,0%	9,1%	2,8%

PEERS : INDICATEURS BILANTIELS ET MULTIPLES DE VALORISATION

Benchmark	Rentabilité-Risque-CAPEX 2024			Multiples boursiers Moyenne 24-26E	
Sociétés	ROE	Lever Fin Net	CAPEX/CA	P/E (x)	VE/EBE (x)
Walmart Mex	24,9%	15,7%	3,6%	18,1x	10,1x
Abdullah Al Othaim	36,7%	65,1%	5,5%	18,7x	11,8x
Bindawood	19,5%	56,0%	3,6%	23,7x	9,9x
BIM	16,2%	19,5%	3,5%	12,1x	9,6x
Jeronimo	20,7%	45,0%	3,0%	18,5x	7,0x
Spar	23,9%	68,6%	0,8%	13,5x	8,2x
Aeon	6,8%	50,0%	5,6%	13,8x	5,3x
CP All	21,3%	53,7%	2,5%	17,1x	11,3x

[1] TP : Taux de pénétration de la Grande Distribution

Sources : FMI, Bloomberg, 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 Ulдерic 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	Mehdi Benckekroun +212 5 29 03 68 14 m.benckekroun@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.benrhomdane@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.