

RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET
2025



TGCC Augmentation de Capital

UN CHAMPION NATIONAL QUI TIENT SES PROMESSES DE CROISSANCE

- 03 | Un parcours boursier remarquable..., justifié par une expansion rapide de l'activité
- 03 | Une capacité affirmée du Management à surperformer son BP
- 05 | Un nouvel ensemble offrant des leviers de synergie prometteurs
- 06 | Des niveaux de valorisation n'intégrant pas tout le potentiel de développement



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

AUGMENTATION DE CAPITAL TGCC - SOUSCRIRE

SECTEUR | BTP |

EXECUTIVE SUMMARY

L'augmentation de capital de TGCC d'un montant de 2,2 MMDH intervient à un moment crucial dans la trajectoire de développement de l'opérateur. En effet, le Groupe TGCC est en voie de s'imposer comme un véritable « *champion national* » du secteur du BTP, tout en affirmant progressivement sa dimension internationale.

En marge de notre analyse de la Notice d'Informations relative à cette augmentation de capital et sur la base de nos échanges avec le Management, **nous recommandons aux investisseurs de souscrire à cette opération tout en conservant le titre TGCC en fonds de portefeuille sur un horizon MT.**

Plus en détails, notre recommandation repose sur cinq principaux arguments :

- (1) L'acquisition de STAM constitue selon nous, un signal fort qui nous rassure quant à la crédibilité du modèle de développement de TGCC. En effet, le Groupe ambitionne de devenir un véritable « *champion national* » du secteur du BTP en activant les leviers de la *croissance externe* et de l'*internationalisation* ;
- (2) Au-delà de l'effet taille qui se traduit par un doublement du carnet de commandes, cette opération offrirait deux opportunités majeures pour TGCC. D'une part, élargir son Offre de services afin de mieux capter la dynamique du secteur de l'infrastructure au Maroc. D'autre part, se positionner sur de nouveaux types de projets très demandés sur le continent ;
- (3) Le titre TGCC est en phase de devenir une alternative de placement incontournable pour les investisseurs souhaitant miser sur la thématique « *Maroc 2030* ». Grâce à l'amélioration attendue de sa liquidité en marge de cette opération, et à l'intégration du Top-10 des plus grandes capitalisations du marché boursier marocain, la valeur TGCC devrait bénéficier d'une meilleure visibilité auprès des gérants de fonds étrangers ;
- (4) La capacité avérée du Management à surpasser ses prévisions de croissance au cours des dernières années constitue un signe d'assurance pour les investisseurs. À compter de 2025, nous croyons que le titre TGCC profiterait davantage des effets « *surprises* » plutôt que des effets « *déceptions* » par rapport à ses réalisations futures ;
- (5) Le prix de souscription relatif à cette augmentation de capital offre une décote attractive de 23% et ce, par rapport au cours en Bourse en date du 10/07/2025 (soit 725 DH Vs. 945 DH). Grâce à ses perspectives de croissance positives, le titre TGCC devrait améliorer son P/E à 28,0x à horizon 2026E. Néanmoins, nous sommes convaincus que le potentiel de progression des résultats à horizon 2030E serait largement plus important.

Maria IRAQI

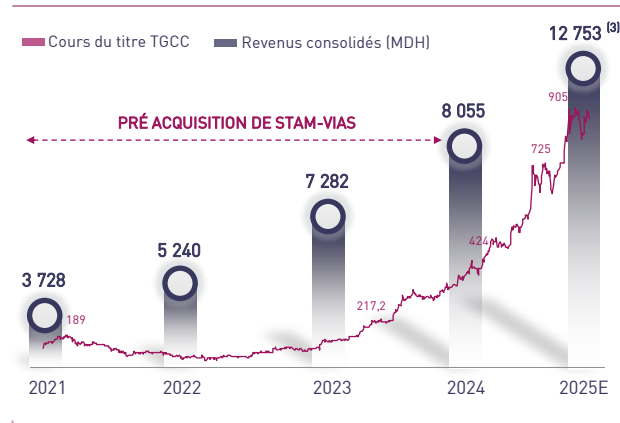
Senior Manager
+212 529 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma

UN PARCOURS BOURSIER REMARQUABLE..., JUSTIFIÉ PAR UNE EXPANSION RAPIDE DE L'ACTIVITÉ

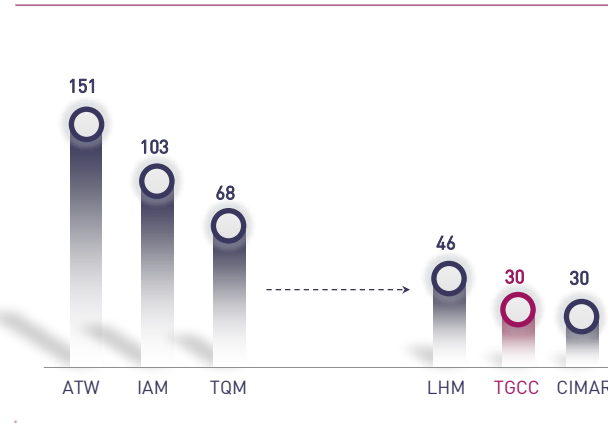
Depuis son introduction en Bourse en décembre 2021, TGCC a connu un parcours remarquable. Le cours du titre a été multiplié par près de 7,0 fois passant de 136 DH (Prix IPO) à 945 DH actuellement⁽¹⁾. À compter de 2025, la valorisation boursière du Groupe TGCC a franchi la barre des 25 MMDH lui permettant ainsi d'intégrer le Top-10 des plus grandes capitalisations du marché Actions marocain.

Cette tendance haussière de fonds du titre a été portée par l'expansion accélérée de l'activité. En effet, les revenus⁽²⁾ de TGCC devraient plus que doubler sur la période 2022-2025E passant de 5.240 MDH à 12.753 MDH⁽³⁾. Cette dynamique traduit le « *super cycle d'investissement* » que connaît le Maroc à horizon 2030. Une situation qui rassure les investisseurs quant à la solidité des perspectives de développement de TGCC sur le MT.

TGCC : COURS DU TITRE EN BOURSE VS. REVENUS PUBLIÉS



MAROC : TOP-10 DES CAPI BOURSIÈRES (MMDH)

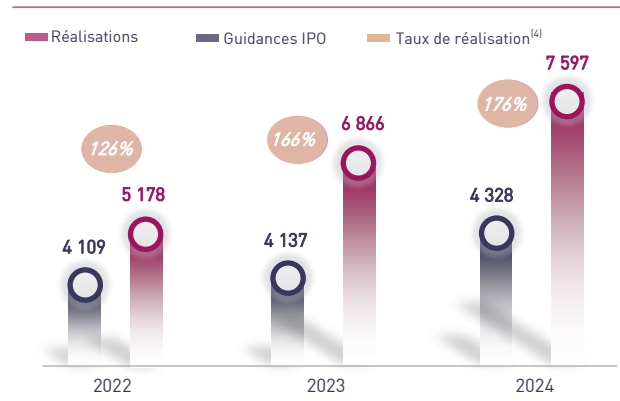


UNE CAPACITÉ AFFIRMÉE DU MANAGEMENT À SURPERFORMER SON BUSINESS PLAN

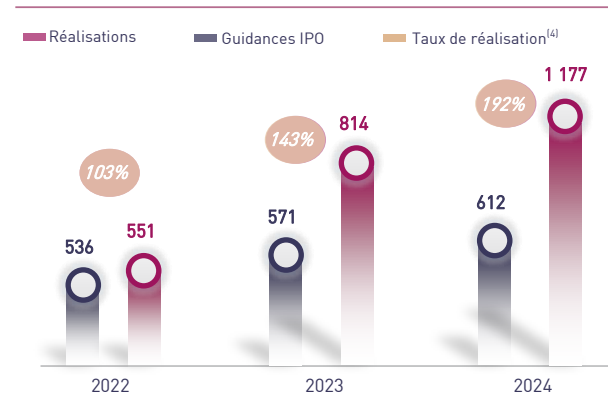
À l'analyse des réalisations de TGCC post-IPO, force est de constater que le Management a pu démontrer sa capacité à « surpasser » les guidances initialement annoncées. Durant la période 2022-2024, les taux de réalisation relatifs au CA varient entre 126% et 176%. En termes de profitabilité, l'EBE achevé en 2024 est 2,0 fois le niveau initialement annoncé lors de l'IPO en décembre 2021. Un tel constat nous rassure par rapport à deux sujets majeurs :

- L'attitude conservatrice du Management en termes d'élaboration de ses guidances. Le titre en Bourse profiterait davantage des effets « *surprises* » plutôt que des effets « *déceptions* » par rapport à ses réalisations futures ;
- Le positionnement fort de TGCC au sein du secteur marocain du BTP, lui permettant de capter l'essentiel de la dynamique d'investissement dont bénéficie le Royaume.

TGCC : PRÉVISIONS DU CA VS. RÉALISATIONS (MDH)



TGCC : PRÉVISIONS EBE VS. RÉALISATIONS (MDH)



(1) Cours arrêtés au 10/07/2025

(2) Produits d'exploitation

(3) Revenus consolidés du nouvel ensemble

(4) Taux de réalisation : Résultats réalisés/Guidances IPO

Sources : NI TGCC, BVC, Calculs AGR

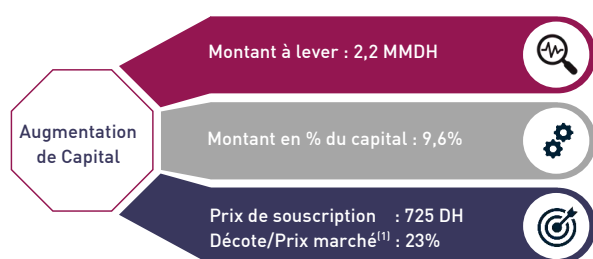
UNE AUGMENTATION DE CAPITAL AYANT UN DOUBLE OBJECTIF

La présente augmentation de capital de TGCC de 2,2 MMDH est la 3^{ème} opération sur le marché boursier en 2025 après l'IPO de Vicenne et l'augmentation de capital de CIH Bank. En termes de taille, il s'agit de la 2^{ème} plus grande opération sur capital après celle de Managem en mars 2024 de 3,0 MMDH. Plus en détails, cette opération porte sur l'émission de 3.034.482 nouvelles actions à un prix de souscription de 725 DH.

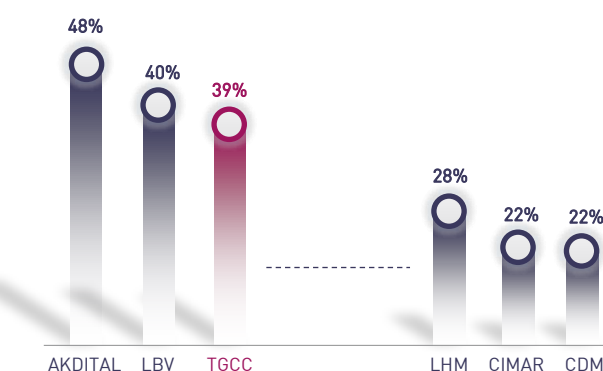
L'objectif de cette augmentation de capital de TGCC est double :

- (1) **Préserver la qualité du Bilan** en remboursant la dette bancaire de 2,2 MMDH ayant permis de financer l'acquisition d'une participation de 60% dans le capital de la Société de Travaux Agricoles Marocains (STAM). Pour rappel, le prix d'acquisition a été fixé à environ 2,5 MMDH dont 300 MDH ont été autofinancés par le Groupe ;
- (2) **Améliorer le flottant du titre** en Bourse passant de 33% à 39%. Sur la base du taux de flottant, TGCC serait la 3^{ème} meilleure grande capitalisation du marché marocain (soit parmi les valeurs dont la capitalisation est supérieure à 1,0 MM\$). Grâce à cette amélioration attendue de la liquidité, le titre bénéficierait d'une meilleure visibilité auprès des gérants de fonds étrangers ainsi que d'une meilleure pondération dans les fonds Actions au Maroc.

TGCC : CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'OPÉRATION



FLOTTANT : POSITIONNEMENT DES BIG-CAP (>1 MM\$)

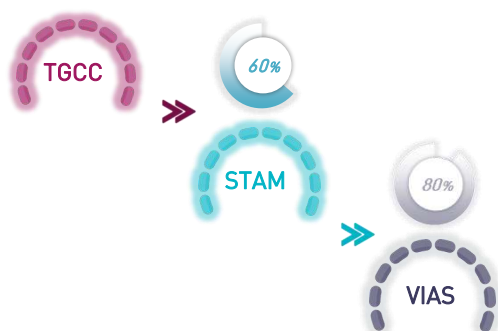


En février 2025, TGCC a annoncé l'acquisition de 60% du capital de STAM, elle-même actionnaire à hauteur de 55% dans VIAS. Cette opération devait s'accompagner d'une augmentation de capital de STAM dans le but de financer une prise de participation supplémentaire de 25% de VIAS, portant ainsi la participation totale de STAM dans le capital de VIAS à 80%.

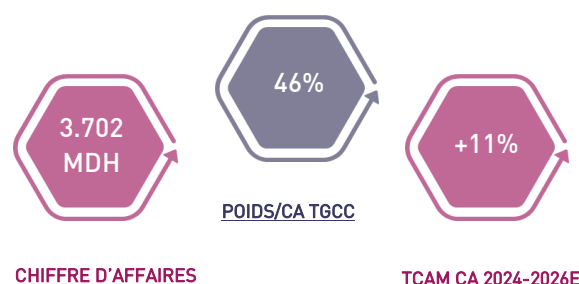
Initialement spécialisée dans le domaine agricole, STAM opère aujourd'hui dans des secteurs clés de l'économie tels que les BTP, les Routes, la Grande Adduction ainsi que les Aménagements Touristiques et Environnementaux. Pour sa part, VIAS intervient dans plusieurs domaines d'activité dont les Aménagements et l'Embellissement Urbains, les Routes, les Aéroports et les travaux de Construction des Tramways.

Concernant le profil de croissance de STAM, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 3.702 MDH en 2024, soit une part équivalente à 46% des revenus du Groupe TGCC⁽²⁾ au titre du même exercice. Durant la période 2024-2026E, le chiffre d'affaires de STAM afficherait un TCAM de +11,2% pour s'établir à 4.573 MDH à horizon 2026E.

STAM : PARTICIPATIONS POST-ACQUISITION



STAM : INDICATEURS CLÉS DE L'ACTIVITÉ EN 2024



(1) Par rapport au cours du 10/07/2025

(2) Pré-acquisition de STAM

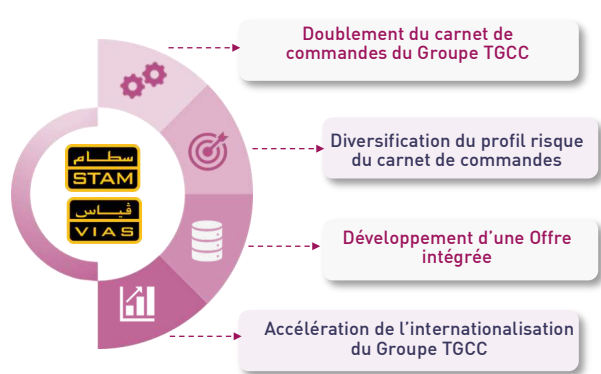
Sources : NI TGCC, BVC, Calculs AGR

UN NOUVEL ENSEMBLE OFFRANT DES LEVIERS DE SYNERGIE PROMETTEURS

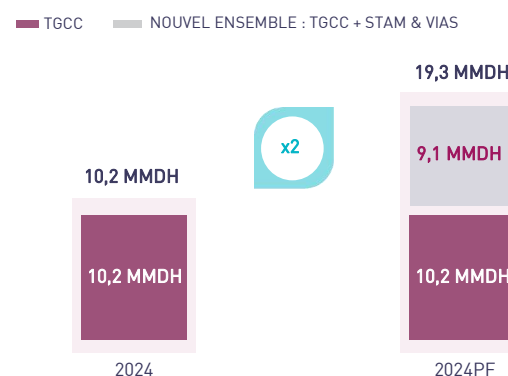
L'acquisition de STAM s'inscrit dans le cadre de la vision stratégique LT de TGCC. Il s'agit de l'émergence d'un véritable champion national, disposant d'une taille critique et d'un positionnement international reconnu. Dans cette perspective, cette croissance externe offrirait des effets de synergie créateurs de valeur pour les Actionnaires :

- Un doublement du **carnet de commandes** de TGCC, passant de 10,2 à 19,3 MMDH post-acquisition. Un indicateur qui rassure quant à la solidité des perspectives de croissance du Groupe sur le MT ;
- Une amélioration du **profil risque** de TGCC grâce à une meilleure diversification du carnet de commandes en marge de cette acquisition. Il s'agit d'un positionnement sur de nouvelles activités du BTP telles que la construction des barrages, des ports et des aéroports. Cette nouvelle configuration du carnet de commandes permettrait à TGCC de mieux gérer la cyclicité du secteur BTP et d'assurer une croissance soutenable sur le MT ;
- Une meilleure intégration dans la **chaîne de valeur** du secteur de l'infrastructure grâce à une Offre de services plus complète. TGCC serait en mesure de développer des projets intégrés en commun avec STAM ;
- Accélérer l'**internationalisation** du Groupe en Afrique et au Moyen Orient grâce à une Offre diversifiée reposant sur des métiers très demandés et au positionnement de STAM en Mauritanie où TGCC n'est pas encore présent.

TGCC : SYNERGIES DÉGAGÉES DE L'ACQUISITION DE STAM



TGCC : CARNET DE COMMANDES POST-ACQUISITION (24PF⁽¹⁾)



Afin d'illustrer l'élan de développement du Maroc ainsi que ses répercussions sur la dynamique de croissance de TGCC sur le MT, nous mettons en avant les principaux projets stratégiques sur lesquels l'opérateur est positionné :

TGCC : TABLEAU RÉCAPITULATIF DES PROJETS STRATÉGIQUES

Projets TGCC-STAM	Descriptif	Taille	Période
 STADE HASSAN II	TGCC : Construction du Grand Stade Hassan II de Casablanca, en groupement avec le Groupe SGTM.	3,4 MMDH	Exécution fixée à 30 mois, pour une livraison en décembre 2027
 LGV KÉNITRA MARRAKECH	TGCC remporte le 4 ^{ème} lot pour les travaux de terrassement, les ouvrages d'art et le rétablissement de communications et de clôtures.	2,8 MMDH	Avril 2025 - Fin 2029
 STADE AL BARID	TGCC : Projet de construction du Stade de Football Al Barid à Rabat.	692 MDH	Janvier 2025 - Août 2025
 LGV KÉNITRA MARRAKECH	STAM remporte le lot de terrassement, des ouvrages d'art et de rétablissement de communications et de clôtures.	2,4 MMDH	Avril 2025 - Fin 2029
 BARRAGE RATBA	STAM : Barrage d'une capacité de 1,9 MMm ³ en groupement avec le Groupe SGTM.	4,5 MMDH	Mise en service fin 2028

(1) PF : Proforma (y compris STAM-VIAS)

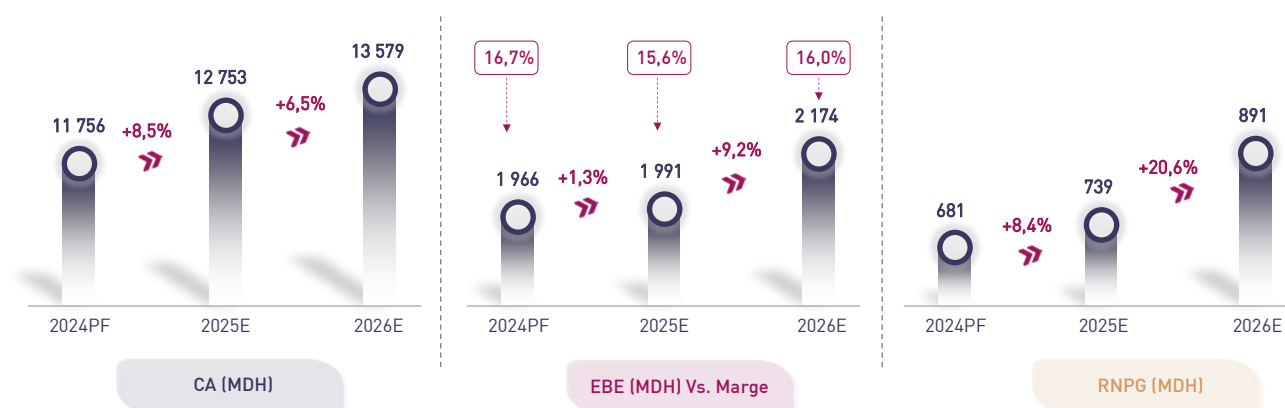
Sources : NI TGCC, Présentation de l'augmentation de capital, Calculs AGR

DES NIVEAUX DE VALORISATION N'INTÉGRANT PAS TOUT LE POTENTIEL DE DÉVELOPPEMENT SUR LE MT

L'acquisition de STAM permettrait au Groupe TGCC de franchir un nouveau palier en termes de taille. Ainsi, les principaux indicateurs opérationnels et financiers du nouvel ensemble évolueraient comme suit :

- Les revenus consolidés passeraient de 11.756 à 13.579 MDH sur la période 2024PF- 2026E, soit un TCAM soutenu de +7,5%. Plus en détails, STAM contribuerait à hauteur de 1/3 aux revenus consolidés du nouvel ensemble ;
- L'EBE afficherait un TCAM de +5,2% sur la période 2024PF-2026E pour dépasser les 2,0 MMDH à horizon 2026E. La marge EBE cible s'établirait à des niveaux corrects autour des 16,0% contre une moyenne historique de 12,5%⁽¹⁾ ;
- Le RNPG se rapprocherait des 900 MDH à horizon 2026E contre 681 MDH en 2024PF. Il s'agirait selon nous, d'un scénario conservateur compte tenu des effets de synergies et des upsides non intégrés dans les prévisions.

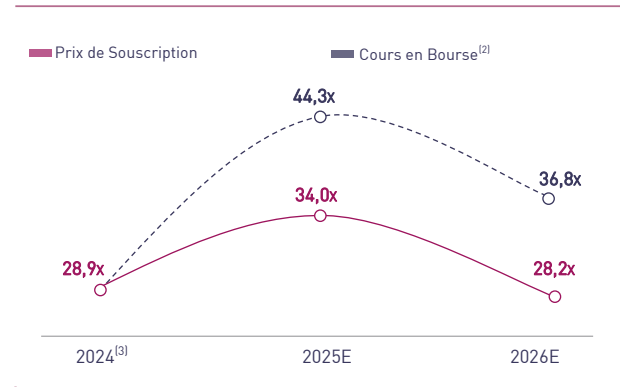
TGCC : PROFIL DE CROISSANCE DES PRINCIPAUX INDICATEURS POST-ACQUISITION 2024PF-2026E



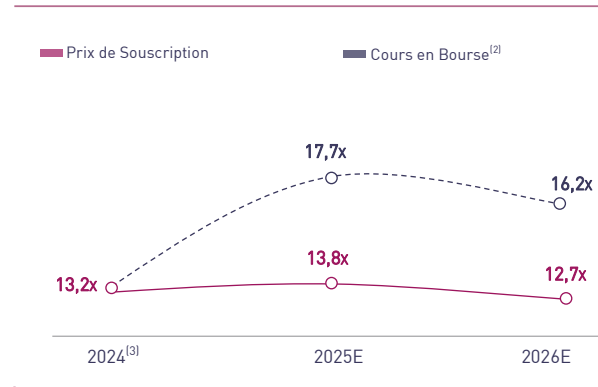
Le prix de souscription relatif à cette augmentation de capital est de 725 DH contre un cours en Bourse de 945 DH en date du 10/07/2025. Il s'agit ainsi d'une décote intéressante de 23%. Grâce à ses perspectives de croissance positives, le titre TGCC devrait améliorer ses niveaux de valorisation sur la période 2025E-2026E. Néanmoins, nous sommes convaincus que le potentiel de progression des résultats au-delà de 2026E serait largement plus important :

- Le multiple des bénéfices (P/E) évoluerait de 34,0x en 2025E à 28,2x en 2026E. Pour sa part, le ratio VE/EBE 26E ressort à 12,7x sur la base du cours de souscription de 725 DH. Un niveau nettement plus attractif par rapport à celui calculé sur la base du cours en Bourse de 945 DH⁽²⁾, soit de 16,2x ;
- Il est important de souligner que ces niveaux de valorisation n'intègrent pas l'essentiel du potentiel de croissance du Groupe sur le MT. Les prévisions communiquées ne tiennent pas compte de plusieurs « upsides », à savoir : **(1)** Les synergies issues de l'intégration de STAM dans le périmètre de TGCC, **(2)** La montée en charge des activités à l'international (Afrique/Arabie Saoudite) et, **(3)** Le positionnement de TGCC dans les nouveaux projets stratégiques du Maroc en tant que champion national.

TGCC : MULTIPLES P/E SUR LA PÉRIODE 2024-2026E



TGCC : MULTIPLES VE/EBE SUR LA PÉRIODE 2024-2026E



(1) Moyenne sur la période 2021-2024 de TGCC (Hors STAM)

(2) Cours arrêtés au 10/07/2025

(3) Ratios calculés sur la base des résultats affichés de TGCC en 2024 et du cours au 31/12/2024

Sources : NI TGCC, 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	ANALYST UEMOA Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@attijari.ma Casablanca	SENIOR ANALYST Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khoulaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST Ulderic Djadjo +237 681 77 89 40 u.djadjo@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 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.benrhomdhane@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@aattijariwafa.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.