

CDG CAPITAL



LE MARCHÉ DE LA DETTE PRIVÉE : ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVES

Par Ahmed Zhani
Economiste à CDG CAPITAL

9 JUILLET 2020

APERÇU GÉNÉRAL

A l'instar de la conjoncture internationale, l'économie marocaine devrait subir sévèrement en 2020 le choc de la pandémie Covid19, bien que notre modèle de croissance, essentiellement articulé sur la demande intérieure et la commande publique, puisse rebondir rapidement grâce à la mise en œuvre d'une stratégie de relance multidimensionnelle économique, monétaire et financière.

A cet effet, le système financier national, à travers ses différentes composantes, devrait jouer un rôle crucial dans la stratégie de relance post Covid19. Toutefois, l'accès limité des entreprises au financement direct, notamment la dette privée, devrait représenter un facteur de blocage.

Le marché de la dette privée, l'un des compartiments dynamiques du système financier national, a connu une évolution particulière au cours des quatre dernières années, et ce suite à l'allègement des besoins de financement du Trésor public, depuis 2015, avec l'engagement de la réforme de la compensation. En effet, ce marché a permis une levée de fonds sur les différentes maturités, aussi bien aux entreprises financières que non financières, particulièrement les banques pour le renforcement des fonds propres et la couverture de leur déficit de liquidité et les Entreprises et Etablissement Public (EEP) pour le financement de leurs besoins importants d'investissement.

Après une année 2019 euphorique grâce aux émissions bancaires en Certificat de Dépôt (CD), les deux années 2020 et 2021 s'annoncent prometteuses compte tenu des effets considérables de la crise Covid19 sur l'équilibre des différentes entreprises et l'accentuation prévue du déficit de liquidité du système bancaire.

Ce scénario, de consolidation de la reprise, s'affiche appuyé par l'amélioration des conditions de financement et la volonté des pouvoirs publics de faciliter l'accès au financement à l'ensemble des agents économiques. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a baissé à deux reprises son taux directeur et a multiplié les instruments d'intervention pour une meilleure alimentation du système bancaire en cash. De même, la courbe des taux, utilisée comme base de calculs des taux associés aux émissions de la dette privée, a fortement baissé, favorisant ainsi, des levées à moindre coût.

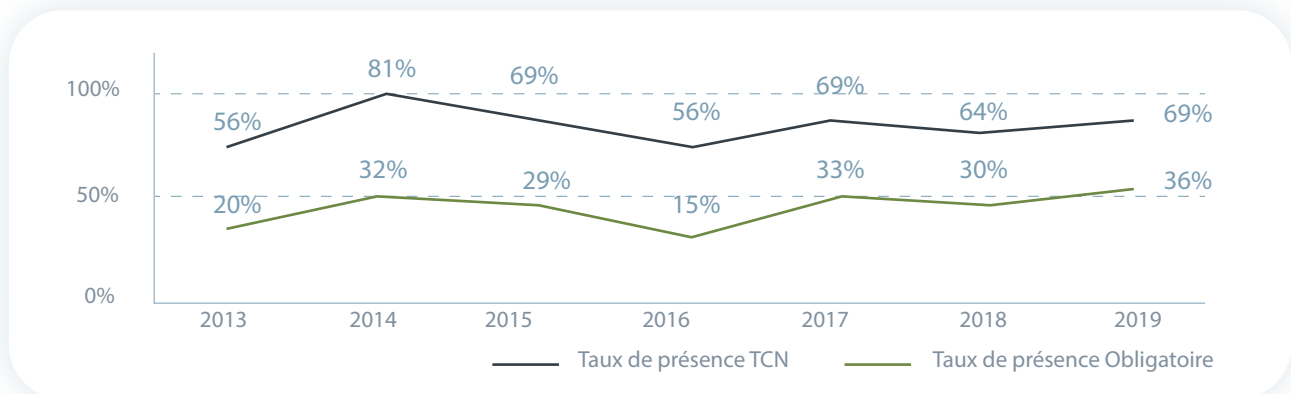
ÉMISSIONS

Après l'accalmie enregistrée en 2018 en raison des besoins importants du Trésor public et le rétrécissement des conditions de financement, notamment la hausse des taux associés aux Bons du Trésor (BDT) et l'accentuation du déficit de liquidité du système bancaire, **l'année 2019 a été marquée par un rebond significatif des émissions de la dette privée, particulièrement des Titres de Créances négociables (TCN).**

En effet, l'année écoulée a été marquée par plusieurs facteurs favorisant une euphorie du marché de la dette privée, dont principalement :

- Une atténuation des besoins de financement du Trésor public**, dont une part importante a été couverte par des ressources externes, en l'occurrence la sortie à l'international d'une valeur avoisinant les 11 MrdDH, réalisée en mois de novembre, et les tirages sur les prêts bilatéraux accordés par les institutions financières internationales (Banque mondiale et la BAD). Cette situation a générée une correction baissière des taux BDT utilisés comme base pour le calcul des taux des émissions de la dette privée.
- La hausse des besoins des Entreprises et Etablissements Publics (EEP)** engagés sur des investissements pluriannuels avec des besoins de financement importants à l'image de l'ONCF, ADM et le Fonds d'équipement communal (FEC).
- Un accroissement du besoin de financement des entreprises aussi bien financières que non financières** en liaison avec d'une part, une accentuation, au cours de l'année du besoin de financement des banques mesuré par le déficit de liquidité du système bancaire, ayant atteint un niveau historiquement important de 108 MrdDH en mois d'août, et d'autre part, la hausse des besoins de financement des entreprises non financières expliquée par l'importance des délais de paiement et la morosité économique, particulièrement dans certains secteurs à l'image de l'immobilier, dont quelques principaux acteurs sont considérés comme des émetteurs classiques sur le marché.

Graphe 1 : Evolution du taux de présence sur les deux compartiments



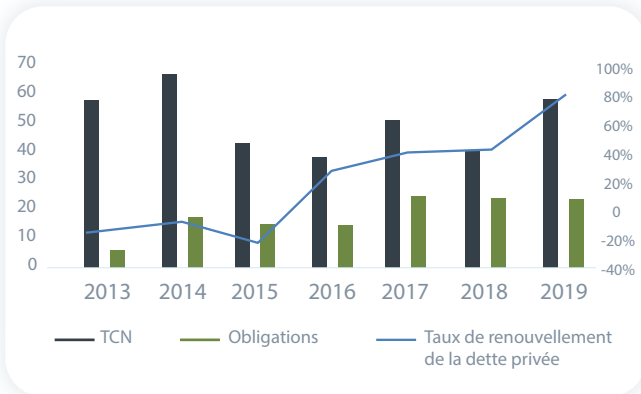
Source : Maroclear et calculs CDG Capital

A cet effet, le taux de présence sur les deux compartiments (graphe1), mesuré par le nombre des émetteurs au cours de l'année sur le potentiel historique du marché, s'est amélioré pour s'établir à 48% en 2019 contre 42% enregistré une année auparavant. Ainsi, sur un nombre potentiel historique d'émetteurs de 66 sur le marché obligataire, composé de 24 établissements de crédit et organismes assimilés, 36 entreprises privées et 6 publiques, **le taux moyen de présence s'est élevé à 36% contre seulement 30% en 2018.** Parallèlement, **sur le marché des TCN, le taux moyen s'est établi à 69%** sur un total de 36 émetteurs potentiels, dont 12 banques, 10 sociétés de financement et 14 entreprises, **contre seulement 63% l'année précédente.**

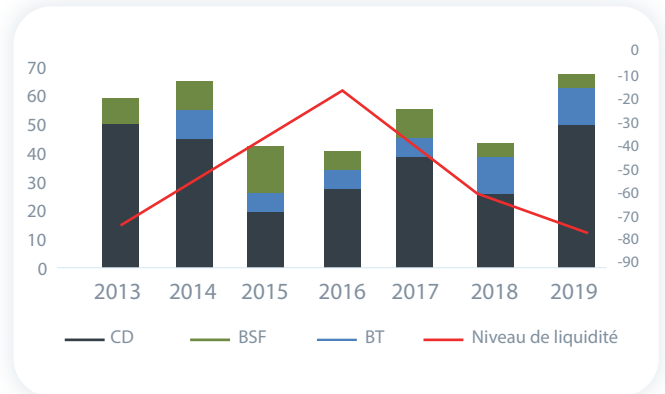
Fort rebond des émissions tiré par les Titres de Créances Négociables (TCN), principalement les Certificat de Dépôt (CD)...

Indicateurs sur les levées de la dette privée sur la période 2013-2019

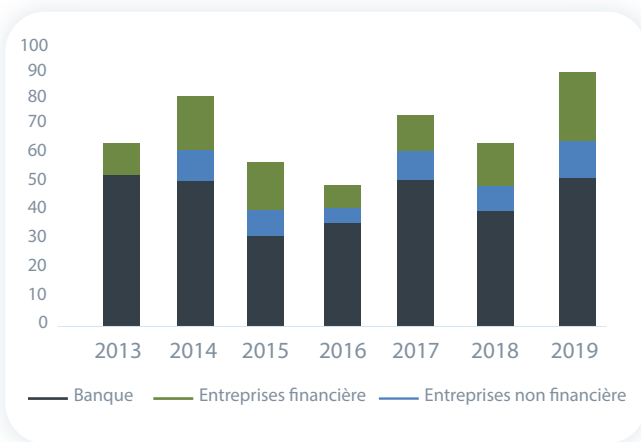
Graphe 2 : Les levées brutes par catégorie de titres et taux de renouvellement de la dette privée



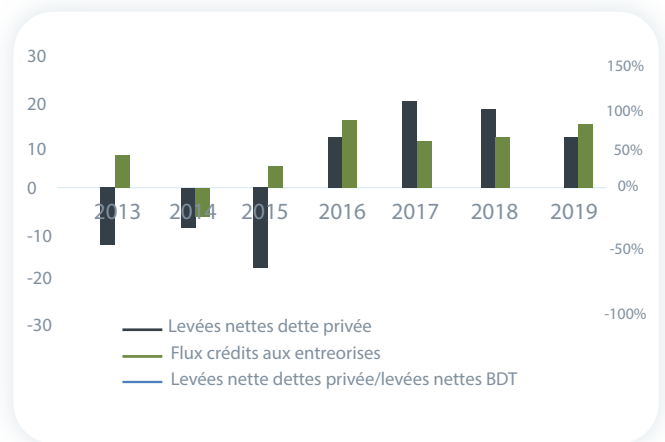
Graphe 3 : Les levées brutes des TCN



Graphe 4 : Les levées brutes par catégorie d'entreprise



Graphe 5 : Les levées nettes dette privée/crédits bancaires aux entreprises/levées nettes BDT



Source : Maroclear et calculs CDG Capital

Au cours de l'année 2019, les levées brutes sur le marché de la dette privée (graphe 2) ont avoisiné les 86 MrdDH contre seulement 65 MrdDH une année auparavant. Ce fort accroissement provient quasi-entièrement de la hausse significative des émissions de TCN, de 51% en glissement annuel à 61 MrdDH, contre 4% pour les obligations à 25 MrdDH.

Au-delà de la nature du besoin de financement qui s'affiche différent d'un compartiment à l'autre, avec le marché TCN conçu pour les émissions court et moyen termes et l'obligataire pour le long terme, l'importance du différentiel des volumes des émissions entre les deux compartiments **s'explique par le taux de rotation, qui s'affiche plus élevé pour les TCN, en liaison avec les délais des titres réduits et l'importance des tombées par année.**

Cependant, des cycles différenciés s'affichent pour les deux compartiments avec une évolution globalement ascendante pour les obligations contre des variations cycliques pour les TCN, marquées par un recul des émissions au cours des années 2015 et 2016, passant à une moyenne de 39 MrdDH contre 63 MrdDH les deux années antérieures, et ce avant de reprendre au cours des 3 dernières années avec des émissions respectives globales de 52 MrdDH, 40 MrdDH et 61 MrdDH.

Cette évolution cyclique des TCN (**graphe 3**) s'explique essentiellement par le comportement du déficit de la liquidité bancaire qui conditionne le recours des banques aux émissions des CD. En effet, les émissions bancaires sur le marché des TCN s'accaparent en moyenne 74% du total sur les 7 dernières années, représentant ainsi, la locomotive de cette classe d'actifs. Ainsi, l'atténuation du déficit de la liquidité au cours des années 2015-2016, passant à -15 MrdDH en 2016 contre - 67 MrdDH enregistré en 2013, explique l'affaiblissement des émissions de CD au cours de la période 2015 et 2016. De même, l'accentuation du déficit de liquidité au cours des trois dernières années 2017-2019 a intensifié le recours des banques au marché des TCN.

Par catégorie d'entreprise, les émissions des entreprises financières et organismes assimilés (**graphe 4**) demeurent prédominantes avec une moyenne de 75%, notamment les banques avec une moyenne des émissions, toutes catégories de titres confondues, avoisinant les 66% du total des émissions.

Quant au poids des émissions de la dette privée dans la sphère financière (**graphe 5**), notamment par rapport aux levées nettes du Trésor public et aux flux nets des crédits bancaires destinés aux entreprises, l'année 2019 a été très particulière avec des levées nettes en dette privée avoisinant le triple de celles du Trésor. Toutefois, par rapport au canal traditionnel des crédits, le ratio s'affiche quasi-stable avec une légère amélioration à 157% contre 152% enregistré l'année précédente. Cette situation s'explique particulièrement par la reprise significative de la distribution des crédits de trésorerie et une consolidation de la hausse des crédits destinés à l'équipement.

Par émetteur, le marché des TCN a été globalement dynamisé par certains émetteurs classiques à l'image, pour les CD, d'AttijariwafaBank, BMCI, BMCE Bank of Africa et la SGMB, avec des montants respectifs de 9 MrdDH, 8,6 MrdDH, 8,2 MrdDH et 7 MrdDH, représentant ainsi, 69% du total. Pour les BSF, Maghrebail, Wafasalaf, Sofac et Eqdom s'accaparent 66% du total des émissions, et pour les BT, quatre entreprises représentent 92% des émissions, en l'occurrence Résidence Dar Saada, Managem, label'vie et Addoha.

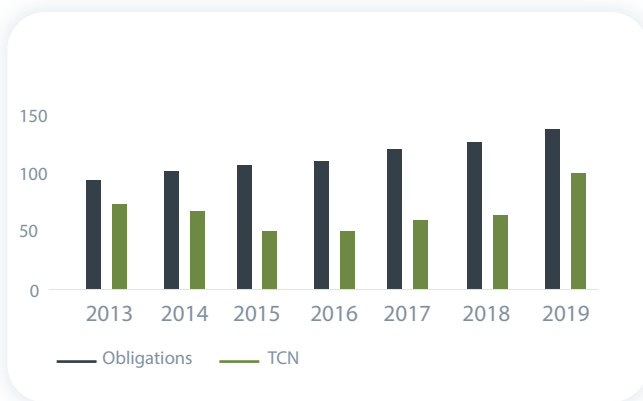
ENCOURS

En 2019, L'encours de la dette a enregistré un rebond significatif de 20% en GA engendré par une montée en puissance de celui des TCN de 40% contre seulement 10% pour les obligations...

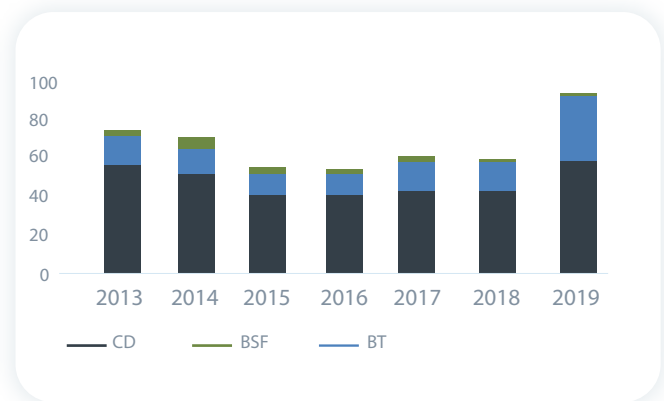
Après une faible hausse de 6% en GA enregistrée en 2018, l'encours de la dette privée a enregistré un accroissement exceptionnel en 2019 avec +20% en GA couvrant une augmentation d'environ 40% pour les TCN et 10% pour les obligations.

Indicateurs sur l'encours de la dette privée sur la période 2013-2019

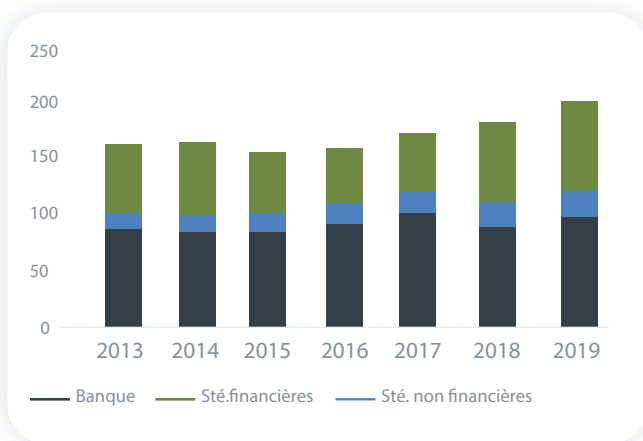
Graphe 6 : Encours par catégorie de titres



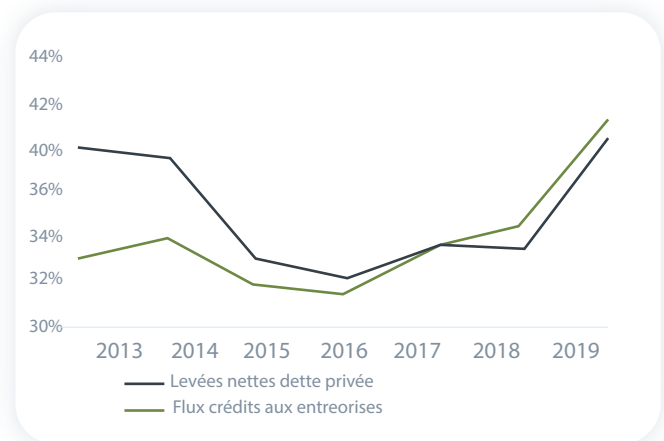
Graphe 7 : Encours des TCN par type de titres



Graphe 8 : Encours par catégorie d'entreprise



Graphe 9 : Encours de dette privée/encours des crédits bancaires aux entreprises/encours BDT



Source : Maroclear et calculs CDG Capital

Ainsi, et contrairement à la période 2013-2018 marquée par une augmentation de la dette privée particulièrement alimentée par une hausse tendancielle des émissions obligataires contre une évolution cyclique de celles des TCN, avec un recul enregistré sur la période 2013-2016, suivi d'un rebond en 2017 et une quasi-stabilité en 2018, la forte progression enregistrée en 2019 est principalement générée par les TCN.

Ce changement de tendance s'explique par l'essoufflement d'un cycle de financement obligataire sous l'effet de :

- **La baisse des besoins de financement des banques qui émettaient des obligations subordonnées**, et ce en vue de renforcer leurs fonds propres dans le cadre de la transition vers les nouvelles normes de solvabilité de Bâle III, entamée en 2014 et dont l'échéance finale d'exécution a été fixée, par Bank Al-Maghrib, pour fin 2018 ; et
- **La régression des émissions des EEP suite à une hausse exponentielle de leur niveau** d'endettement pour le financement de leurs plans d'investissement estimés à une moyenne annuelle consolidée de 70 MrdDH enregistrée sur la période 2013-2018.

Par conséquent, le fort rebond de l'encours en 2019 s'explique principalement par l'accroissement significatif des TCN (Graphe 9) avec 42%, en glissement annuel, pour les CD représentant 70% de l'encours global, de 30% pour les BSF, dont la part avoisine 28%, et 127% pour les BT dont la durée d'émissions est inférieure ou égale à 1 an.



COÛT DE FINANCEMENT

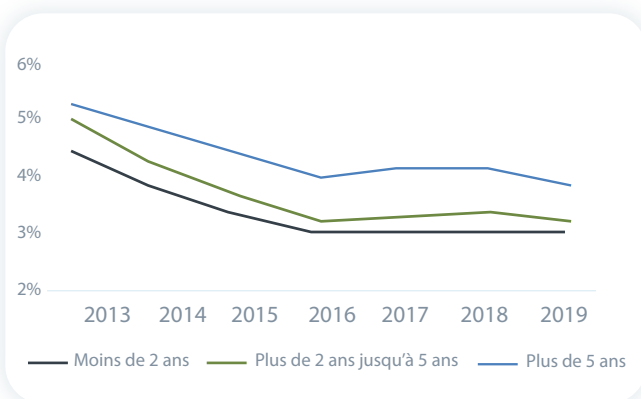
Face à une amélioration des conditions de financement de l'économie, les taux à l'émission des titres de dette privée ont globalement régressé, à des rythmes différenciés, selon l'appréciation des primes de risque.

En dépit du niveau structurellement déficitaire de la liquidité du secteur bancaire, les conditions de financement de l'économie nationale se sont améliorées, particulièrement en termes de taux de financement ayant atteint des niveaux historiquement bas.

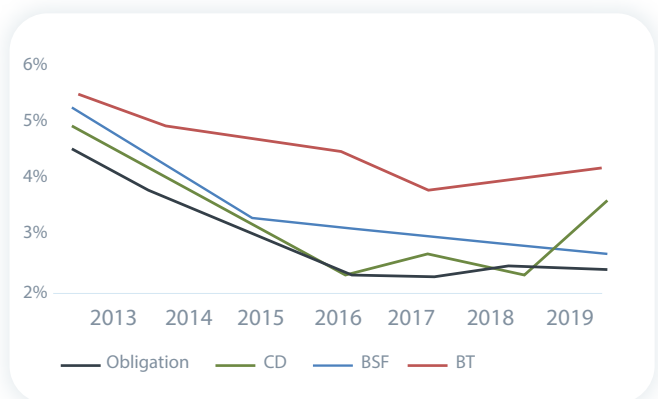
En effet, **les révisions à la baisse du taux directeur, à trois reprises au cours de la période 2013-2016, passant de 3% à 2,25%**, ont eu un impact amplifié sur les niveaux des taux débiteurs, principalement ceux destinés aux entreprises. Parallèlement, **l'amélioration de l'équilibre des finances publiques, suite à la mise en œuvre de la décompensation des carburants et lubrifiants, a favorisé une régression de la courbe des taux**, représentant ainsi, la base de calculs des taux à l'émission de la dette privée.

Evolution du taux de financement sur le marché de la dette privée

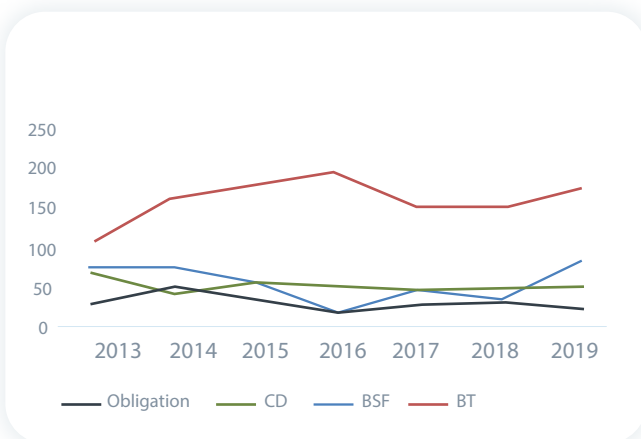
Graphe 10 : Courbe des taux BDT par segment



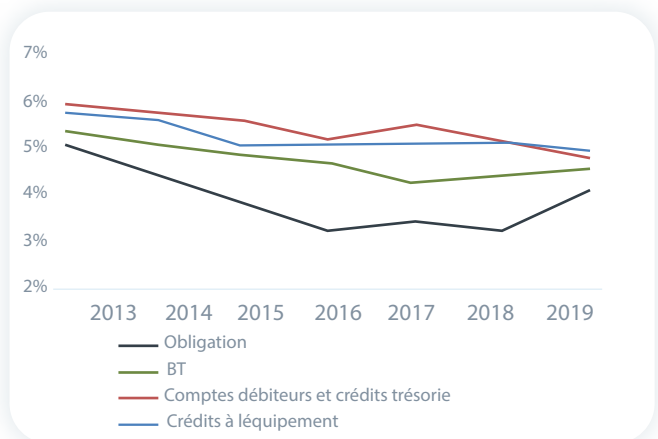
Graphe 11 : Taux moyen à l'émission des titres de la dette privée



Graphe 12 : Primes moyennes à l'émission par catégorie de titres (en Pbs)



Graphe 13 : Taux moyens de financement dette privée et crédits bancaires



Source : Maroclear et calculs CDG Capital

De même, en 2019, malgré la stabilité du cadre monétaire et le creusement du déficit de liquidité bancaire, les conditions de financement sur le marché de la dette privée se sont globalement améliorées en liaison avec la faible présence du Trésor public sur le marché domestique, comme expliqué ci-dessus, et l'affaiblissement du rendement des placements alternatifs, particulièrement les actions et l'immobilier.

Ainsi, **les taux BDT (graphe 10) ont globalement régressé sur l'ensemble des segments** de maturités avec une baisse plus accentuée sur le moyen et le long terme, avec respectivement -18 Pbs et -34 Pbs, contre seulement -6 Pbs pour le court terme. Cette tendance différenciée s'explique par la forte demande des opérateurs sur les maturités moyennes et longues en vue de sensibiliser leurs portefeuilles dans une perspective de baisse des taux et d'optimisation de rendement.

En dépit de la stabilité du cadre monétaire, avec un taux directeur inchangé au cours de l'année 2019, **et du creusement du déficit de liquidité du système bancaire, les conditions de financement sur le marché de la dette privée se sont globalement améliorées** en liaison avec la faible présence du Trésor public sur le marché domestique, comme expliqué ci-dessus, et l'affaiblissement du rendement des placements alternatifs, particulièrement les actions et l'immobilier.

Ainsi, **les taux BDT (graphe 10) ont globalement régressé sur l'ensemble des segments** de maturités avec une baisse plus accentuée sur le moyen et le long terme, avec respectivement -18 Pbs et -34 Pbs, contre seulement -6 Pbs pour le court terme. Cette tendance différenciée s'explique par la forte demande des opérateurs sur les maturités moyennes et longues en vue de sensibiliser leurs portefeuilles dans une perspective de baisse des taux et d'optimisation de rendement.

Cependant, les taux moyens à l'émission (graphe 11) associés aux titres de la dette privée ont connu une évolution mitigées avec d'une part, des hausses respectives de 114 Pbs et 20 Pbs pour les obligations et les billets de trésorerie (BT), à 3,8% et 4,4% par ordre, contre de légère baisse pour ceux relatifs aux BSF et CD de -12 Pbs et -3 Pbs à 3% et 2,7% respectivement.

Ces tendances s'expliquent principalement par les primes à l'émission (graphe 12) avec une correction à la baisse pour celles relatives aux CD et BSF de -11 Pbs et -4 Pbs contre des hausses pour celles associées aux obligations et BT de +65 Pbs et +26 Pbs. Ces évolutions hétérogènes résultent d'une part, de la qualité de signature qui est quasi-stable pour les banques et les sociétés de financement contrairement à certaines entreprises, aussi bien publiques que privée, ayant connu une accentuation de leurs taux d'endettement en résultat des programmes d'investissement importants et de la hausse des délais de paiement.

Comparativement au financement bancaire (Graphe 13), en se basant sur les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib sur les taux débiteurs, notamment les taux relatifs aux « comptes débiteurs et crédits de trésorerie » et aux « crédits à l'équipement », et ce par rapport, par ordre, aux taux moyens à l'émission adossés aux BT et aux obligations, **les tendances s'affichent également mitigées avec un recul des taux bancaires de -47 Pbs pour « les comptes débiteurs et crédits de trésorerie » et -33 Pbs pour ceux à l'équipement contre des hausses pour les titres privées comme précitées. Cette situation s'est traduite par un rétrécissement des marges entre le financement bancaire et celui de la dette privée de 246 Pbs à 100 Pbs pour l'investissement (obligations Vs crédit à l'équipement) et de 96 Pbs à 30 Pbs pour le financement du besoin en fonds de roulement (BT Vs crédit de trésorerie).**

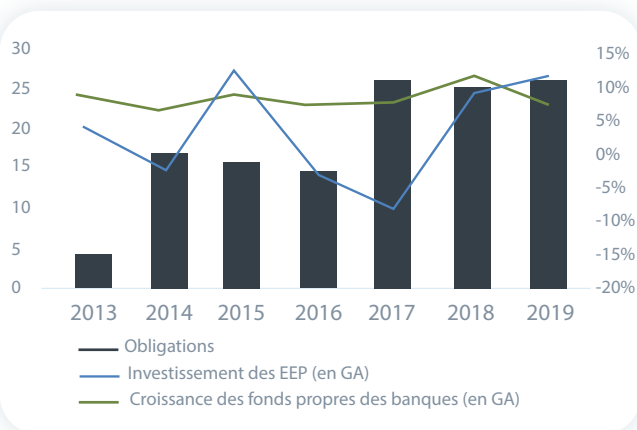
DYNAMIQUE DU MARCHÉ

Selon le type de titre, la dynamique du marché de la dette privée semble alimentée par plusieurs variables exogènes, notamment l'évolution du déficit de la liquidité bancaire, la distribution des crédits, les exigences en fonds propres des banques et l'investissement des EEP.

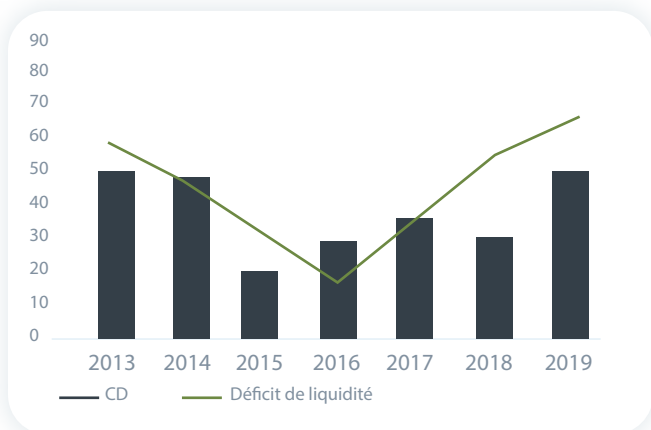
Les études de corrélation, entre certaines variables exogènes et les émissions de titres de dette privée, a révélé l'existence de certaines variables explicatives, qui conditionnent la dynamique du marché. En effet, pour les obligations, les exigences de fonds propres instaurées dans le cadre des réformes de Bâle et les besoins d'investissement des EEP semblent les principales locomotives de ce compartiment. De même, pour les CD, les émissions s'affichent corrélées à l'accroissement du déficit de liquidité du système bancaire et pour les BSF, le recours au marché paraît tributaire de l'activité de distribution des crédits à la consommation.

Variables explicatives de la dynamique du marché de la dette privée

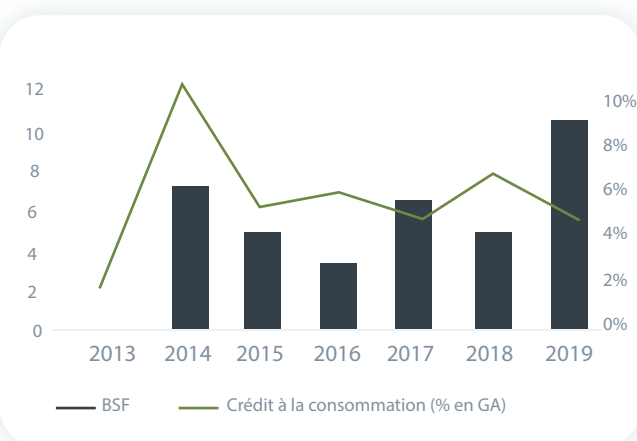
Graphe 14 : Emissions des obligations, investissements des EEP (en MrdDH) et croissance des fonds propres des banques (en % en GA)



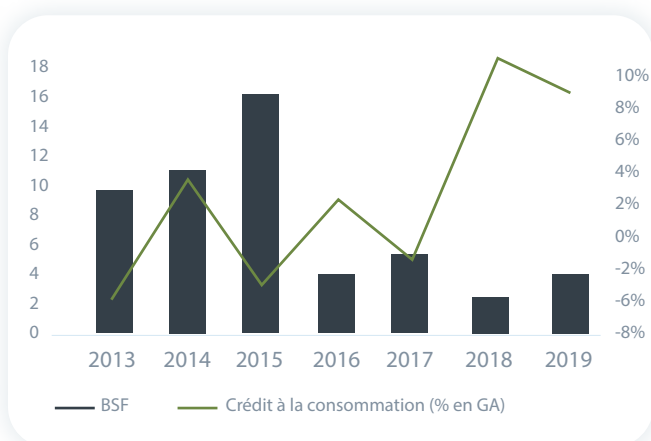
Graphe 15 : Emissions des CD et déficit de liquidité (en MrdDH)



Graphe 16 : Emissions des BSF (en MrdDH) et croissance des crédits à la consommation (% en GA)



Graphe 17 : Emissions des BT (en MrdDH) et croissance des crédits de trésorerie (% en GA)



Source : Maroclear et calculs CDG Capital

Ainsi, les niveaux de corrélation qui ressortent les plus significatifs sont ceux relatifs aux CD et BSF, et ce compte tenu de la dynamique des émissions permettant de réussir les études de corrélation. En effet, le taux d'accroissement des émissions des CD en glissement annuel s'affiche corrélé (72% sur la période 2013-2019) aux variations du déficit de liquidité du secteur bancaire. De même, les émissions des BSF sont corrélées, à hauteur de 74%, à la distribution des crédits à la consommation.

Cependant, pour les émissions des BT par rapport aux crédits de trésorerie, le lien semble inversé avec un taux de corrélation négatif de -65% sur la période, signifiant ainsi, que le recours au marché des BT représente une alternative au financement bancaire, lequel est devenu largement plus coûteux suite au renchérissement des taux débiteurs associés à cette catégorie de crédit. Toutefois, les années 2018 et 2019 ont connu un renversement de cette tendance avec un recul important du taux débiteurs relatif aux crédits de trésorerie, passant en dessous du seuil de 5% en moyenne, générant ainsi, une hausse considérable de cette catégorie de crédits avec des évolutions en GA de 7% et 9,1% respectivement au cours des deux dernières années contre une moyenne de -2% sur la période 2013-2017.

Cependant, la relation demeure moins claire entre les émissions obligataires et les deux variables explicatives retenues, en l'occurrence la consolidation des fonds propres des banques et la variation des investissements des EEP. Cette situation s'explique d'une part, par l'accroissement constant des fonds propres des banques et d'autre part, par le fort écart entre l'investissement des EEP et les volumes des émissions des obligations, stipulant ainsi, que le recours au marché de la dette privée ne couvre qu'une proportion marginale de ces investissements.

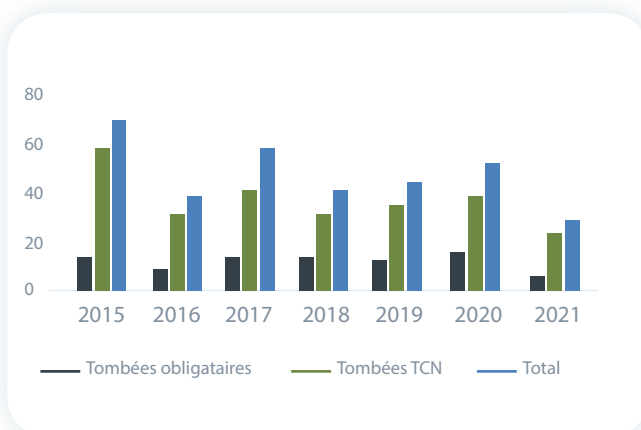
PRÉVISIONS 2020 ET 2021

Les perspectives du marché de la dette privée, pour les deux prochaines années 2020 et 2021, s'affichent prometteuses compte tenu d'une part, de l'importance des tombées, particulièrement en 2020, ainsi que l'amélioration des conditions de financement et d'autre part, l'orientation de certaines variables explicatives, sous l'effet de la pandémie Covid19, principalement le fort creusement prévu du déficit de liquidité bancaire et la hausse des besoins de financement des EEP.

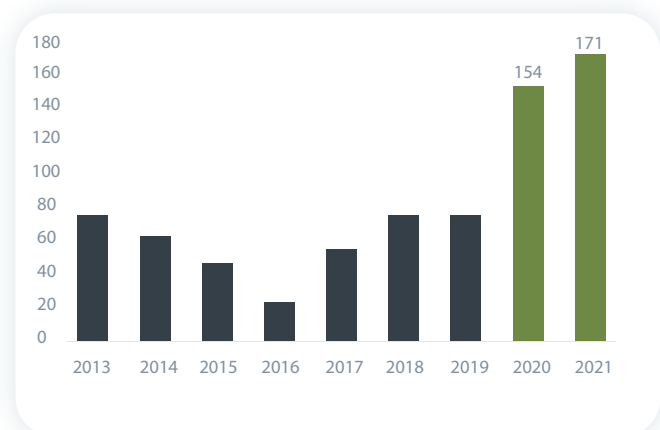
La pandémie Covid19 a fortement impacté le marché financier national, notamment son cadre d'évolution avec une orientation expansionniste de la politique monétaire aussi bien en termes d'injection de liquidité que de baisses du taux directeur, et l'affaiblissement des taux de rendement des autres classes d'actif sous l'effet d'un recul de la demande. Parallèlement, la situation des différents acteurs, faisant appel au marché de la dette privée pour combler leurs besoins de financement, devrait se détériorer en raison de la conjoncture économique difficile et leurs engagements financiers à caractère exécutif.

Perspectives du marché de la dette privée

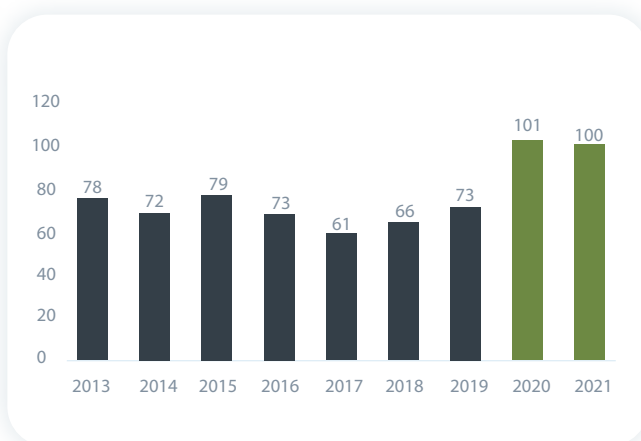
Graphe 18 : Tombées de la dette privée (en MrdDH)



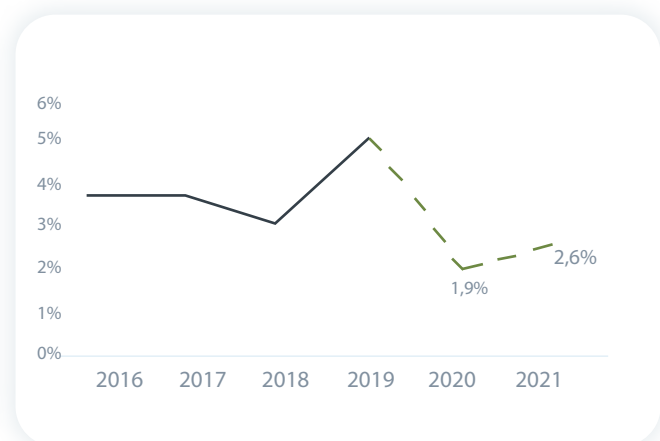
Graphe 19 : Perspectives du déficit de la liquidité bancaire (en MrdDH)



Graphe 20 : Investissements des EEP (en MrdDH)



Graphe 21 : Taux d'accroissement des crédits aux entreprises non financières (en % GA)



Source : Maroclear et calculs CDG Capital

En outre, **les tombées de la dette privée devraient s'accroître de 15% en 2020 contre seulement 7% enregistré l'année précédente**, pour s'établir à 54 MrdDH contre 47 MrdDH en 2019. **Cette tendance couvre une hausse des tombées de TCN de 18%, à 41 MrdDH et de 10% pour les obligations à 13 MrdDH.** L'augmentation des tombées de TCN s'explique, dans une large mesure, par la hausse de celles relatives aux CD de 10% à 32,8 MrdDH et celles des BSF de 64% à 6,4 MrdDH.




Concernant les variables explicatives de la dynamique des différents compartiments du marché de la dette privée, l'orientation semble globalement favorable laissant présager une amélioration des émissions au cours des deux années 2020 et 2021.

A cet égard, **les perspectives de Bank Al-Maghrib quant à l'évolution du déficit de la liquidité bancaire tablent sur une montée en puissance pour atteindre 154 MrdDH en 2020 et 171 MrdDH en 2021.** Ce fort creusement s'explique par (i) une accentuation de la croissance tendancielle de la circulation fiduciaire, et ce en liaison avec les effets de la crise Covid19 et (ii) la régression prévue des réserves de change compte tenu de la baisse drastique attendue des recettes du tourisme et des transferts des MRE. **Cette orientation devrait accentuer le recours des banques aux émissions des CD pour combler leurs besoins de trésorerie.**

De même, selon le rapport du Ministère des finances sur les EEP, publié dans le cadre de l'élaboration de la Loi des finances 2020, les investissements des EEP devraient s'accroître considérablement, au cours des deux prochaines années, pour s'établir à une moyenne de 100 MrdDH contre seulement 70 MrdDH enregistrée sur les cinq dernières années. Toutefois, **la conjoncture difficile, particulièrement l'arrêt quasi-total de l'activité au cours du deuxième trimestre de l'année 2020, associée à la situation de surendettement de certaines EEP, devraient rendre la réalisation de ces objectifs difficiles et les besoins de financement beaucoup plus importants.**

Pour les BSF, et selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, le rythme de distribution de crédits aux agents non financiers devrait ralentir en 2020 et 2021, pour s'établir respectivement à 1,9% et 2,6% contre 5,5% enregistré en 2019. Cependant, **la hausse prévue des créances en souffrances, aussi bien des entreprises que des ménages, devrait accroître le besoin des entreprises financières.**

Au-delà de l'accentuation des besoins de financement des différents acteurs du marché de la dette privée, ce scénario de reprise semble également appuyé par l'amélioration du coût de financement en lien avec :

-  **Les multiples baisses du taux directeur**, notamment celles de mars 2020 de 25 Pbs et de juin de 50 Pbs, avec des perspectives de révisions à la baisse supplémentaires au cours des deux années 2020 et 2021 ;
-  **La poursuite de la correction baissière des taux BDT**, utilisés comme base de calculs pour les émissions de la dette privée, avec un recul quasi-similaire à celui du taux directeur ;
-  **La pénurie des opportunités de placement, ce qui devrait orienter les investissements vers les produits de taux, particulièrement les BDT et la dette privée jouissant de la garantie de l'Etat et d'une bonne qualité de signature.**

ANNEXE

Emissions et encours par émetteur

EMETTEURS	EMISSIONS			ENCOURS
	2017	2018	2019	2019
En millions de dirhams				
TCN	51 811	35 204	60 894	91 696
Evolution TCN	83%	-32%	73%	51%
CD	39 047	28 793	47 375	64 348
Evolution CD	82%	-26%	65%	36%
Nombre de banques	9	9	11	11
Evolution du nombre d'entreprises %	29%	0%	22%	10%
Attijariwafa Bank	3 241	5 573	9 113	12 573
BCP		20	1 010	1 030
BMCE	11 927	2 420	8 215	8 744
BMCI	8 543	7 899	8 614	7 539
CAM	7 064	4 533	5 275	7 370
Crédit du Maroc	1 800	2 350	500	2 050
CIH	3 473		2 600	5 567
SGMB	300	4 222	7 000	11 918
CDG Capital	1 500	1 190	2 200	1 700
CFG BANK		595	1 848	2 183
FEC	1 200		1 000	3 678

EMETTEURS	EMISSIONS			ENCOURS
	2017	2018	2019	
En millions de dirhams				2019
BSF	7 015	4 272	9 742	25 406
Evolution BSF	93%	-39%	128%	38%
Nombre des sociétés de financement	9	7	8	9
Evolution du nombre d'entreprises %	50%	-22%	14%	0%
Eqdom	2 370	695	935	3 823
RCIFinance	350	270	800	1 920
SALAFIN	120	157	966	2 268
Sofac	800	350	1 190	2 768
SogeleaseMaroc	200		1 350	1 808
Taslif	250			530
Wafabail	200	300	150	1 480
Maghrebail	1 335	700	2 501	6 259
Wafasalaf	1 390	1 800	1 850	4 550
BT	5 749	2 139	3 777	1 935
Evolution BT	82%	-63%	77%	9%
Nombre d'entreprises	7	7	6	5
Evolution du nombre d'entreprises %	0%	0%	-14%	-29%
Addoha	473	620	676	423
AlliancesDarna	1 719	444	58	0
Label'Vie	200	400	550	100
ResDarSaada	2 182	170	1 250	330
Managem	700	300	1 000	1 000
Jetcontractors	45	35	243	81

EMETTEURS	EMISSIONS			ENCOURS
	2017	2018	2019	2019
En millions de dirhams				
OBLIGATIONS PRIVÉES	23 160	24 385	25 450	136 930
Evolution de l'encours (%)	85%	3%	4%	12%
ATTIJARIWAFABANK	2 750	2 000	2 000	11 950
Banque Centrale Populaire	4 000	2 000	2 000	9 000
BMCE BANK	1 400			11 374
BMCI		1 000	500	3 358
Crédit du Maroc		750		1 400
Crédit Immobilier et Hôtelier		1 500		4 500
Société Générale		800		2 100
VIVALIS SALAF			120	320
WAFASALAF	250		250	500
SOFAC CREDIT				130
CREDIT AGRICOLE DU MAROC	1 000	500	1 300	4 700
AL BARID BANK	300			600
FINANCIERE SECONDE SA				150
MAROC LEASING	400		50	920
JAIDA	300			500
ARADEI CAPITAL		600		600
Casablanca Finance City Authority SA		355		208
HOLDING MAROCAINE COMMERCIALE ET FINANCIERE		670		750
FONDS D'EQUIPEMENT COMMUNAL	2 000	2 000	2 000	8 000
AUTOROUTES DU MAROC	3 700		2 000	13 992
OCP SA		5 000		10 000
OFFICE NAT DES CHEMINS DE FER		2 000	3 000	9 289

Office National Des Aéroports				2 000
Agence Nationale des Ports	500		3 400	3 900
ALLIANCES DEVELOPPEMENT IMMOBILIER				1 000
AFRIQUIA GAZ				600
CIMENTS DE L'ATLAS	2 000			2 000
CMB PLASTIQUE MAROC	30	0	40	40
DOUJA PROMOTION GROUPE ADDOHA				2 000
HYPER SA (LABEL VIE)			750	470
Retail Holding			600	600
MEDI TELCOM SA		1 810	1 790	3 600
RESIDENCES DAR SAADA	250			250
SAHAM				500
EQDOM			1 500	1 500
COMPAGNIE GENERALE IMMOBILIERE			750	750
IMMOLOG	350			350
LYDEC				3 311
MAGHREB OXYGENE				100
PALMERAIE DEVELOPPEMENT		400		400
TANGER MED 2 SA	2 275			3 775
Tangier Med Port Authority SA				1 300
UNIVERS MOTORS SA	100			100
MAGHREB STEEL				893
GROUP INVEST SA				3 900
OULMES			2 400	600
MOROCCAN AGENCY FOR SOLAR ENERGY SA	1 150			1 150

GROUP ARABE DE REALISATION D'AFRIQUE DU NORD	200			200
AL MADA		2 000		6 300
HOLDING AL OMRANE		1 000	1 000	1 000
Total dette privée	74 971	59 589	86 344	228 290



CDG Capital Research

Casablanca, Maroc
+212 522 239 712

Economiste

Ahmed ZHANI
ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Research Actions

Fatima-Zahra BENJDYA
fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Fatima-Ezzahra ERRAJI
ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI
sarah.grili@cdgcapital.ma

Manal ALAOUI
mna.alaooui@cdgcapital.ma

Avertissement

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Research. C'est une Direction indépendante des autres métiers de CDG Capital et de ses filiales. Le personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers notamment celles relatives à l'élaboration et la diffusion des notes d'analyse et à la prévention des conflits d'intérêts.

L'analyse et les résultats repris dans le présent document sont le fruit de la réflexion propre et reflète le jugement personnel de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérés par des considérations autres que l'intérêt des clients. Par ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital Research.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas un engagement de la Direction CDG Capital Research au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. Elle ne constitue pas non plus une incitation à l'adoption de certaines stratégies d'investissement.

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change.

Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital Research. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier en partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.

CDG CAPITAL