

PERSPECTIVES DU MARCHÉ ACTIONS FACE À DES ENJEUX SYSTÉMIQUES

NOTE D'ANALYSE
FÉVRIER 2023

SOMMAIRE

LE MARCHÉ ACTIONS MAROCAIN TRIBUTAIRE DES ENJEUX SYSTEMIQUES	3
Le marché de l'action cotée à la bourse marocaine a suivi les grandes tendances systémiques depuis le début de la pandémie	4
En prospective, plusieurs enjeux globaux demeurent saillants face aux investisseurs	6
La reconfiguration de paysage macroéconomique pourrait continuer de façonner les enjeux sectoriels de l'économie nationale	10
Le secteur bancaire reste bien positionné afin de bénéficier d'un cycle de resserrement monétaire	11
Le secteur agro-alimentaire se situe au centre des tensions inflationnistes tant globales que locales	12
Secteur minier, les tendances structurelles dues à la transition énergétique constituent une toile de fond favorable avec toutefois un risque de récession qui pèse de façon conjoncturelle sur la demande	13
Le secteur immobilier devrait continuer à ressentir les effets de l'augmentation des prix	15
L'assouplissement progressif des chaînes logistiques conjugué avec les craintes de récession pesant sur la demande entraînent le retour des prix des demi-produits industriels vers des niveaux moins élevés	17
BANQUES : DES OPPORTUNITÉS À SAISIR DANS UNE TOILE DE FOND FAVORABLE	20
Secteur Banque : Principaux enjeux pour les banques marocaines	22
Secteur Banque : Des performances positives prévues pour 2022e	27
Attijariwafa Bank : Un groupe solide avec des ratios de valorisation attractifs	29
BCP: L'effet de rattrapage du coût du risque devrait atténuer l'impact du contrôle fiscal sur les résultats du groupe	30
Bank Of Africa : La baisse de l'activité Trading pèse sur les résultats du groupe	31
BMCI : L'alourdissement du coefficient d'exploitation continue de peser sur les résultats .	32
CDM : Le groupe profite de son dynamisme commercial et sa gestion anticipative du risque	33
TELECOM : Des enjeux sectoriels défavorables pour le groupe Maroc Télécom	34
Secteur Télécom : Le groupe Maroc Télécom fait face à plusieurs défis	36
Maroc Télécom : Une année 2022e difficile pour le groupe	41
BTP : Des opportunités d'achat en dépit d'une conjoncture négative	42
Secteur BTP : L'industrie BTP à l'épreuve de plusieurs défis	44
LafargeHolcim : Une entreprise solide, ayant la capacité de dégager des marges importantes en dépit d'une tendance baissière	52
Cimar : Le groupe dispose d'un relais de croissance lui permettant de contrecarrer les replis du marché local	53
Sonasid : Le groupe devrait présenter un business model défensif, et une valorisation attractive à moyen terme.	54
ANNEXE : Bilan de l'année 2022	55



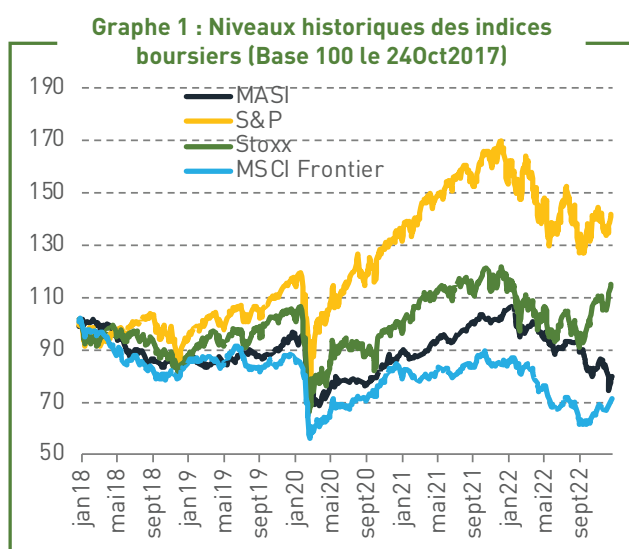
LE MARCHE ACTIONS MAROCAIN TRIBUTAIRE DES ENJEUX SYSTEMIQUES

Le marché de l'action cotée à la bourse marocaine a suivi les grandes tendances systémiques depuis le début de la pandémie

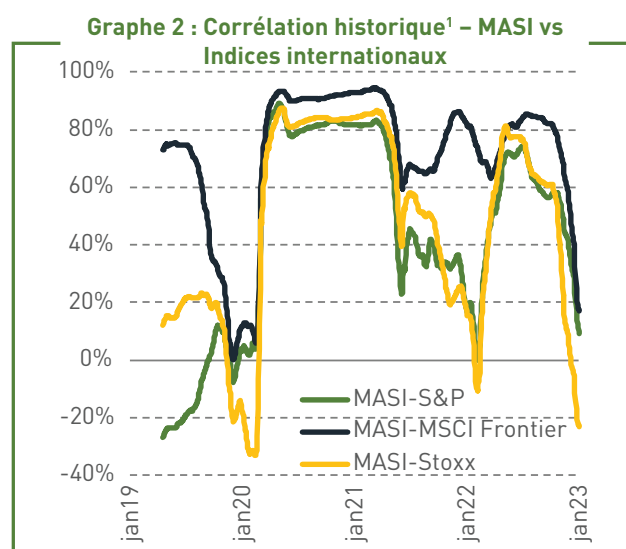
Après la reprise, la correction. La majorité des indices de valeurs boursières dans le monde ont connu une forte dépréciation depuis le début de l'année 2022, suite à l'amorce des cycles de resserrement monétaire et budgétaire par les Etats-Unis et l'Union européenne ainsi que la grande majorité des économies développées et émergentes. Les marchés actions renversent ainsi la forte tendance haussière de l'année 2021, qui fut alimentée par la reprise post Covid ainsi que par les injections monétaires conséquentes des banques centrales et les différentes aides gouvernementales accordées pendant la pandémie.

La place financière marocaine n'a pas fait exception à cette logique. Le MASI a en effet suivi les tendances globalement baissières qu'ont connues d'autres indices boursiers tels que l'EuroStoxx, le S&P ou encore le MSCI Frontier, reflétant les craintes de récession induites par les implications de la guerre en Ukraine, et la pression sous laquelle se retrouvent les banques centrales afin de contenir les pressions inflationnistes avec des hausses de taux conséquentes. Illustrant cet effet systémique, et comme cela est souvent le cas en temps de crise, le MASI a exhibé une forte corrélation à d'autres indices boursiers mondiaux au courant de l'année 2022. La récente décorrélacion résulte du fait que BAM a entamé le cycle de hausse des taux avec un temps de retard par rapport aux autres banques centrales

Les deux hausses successives du taux directeur par Bank Al-Maghreb depuis Septembre 2022 sont venues exacerber cette tendance baissière du marché actions.

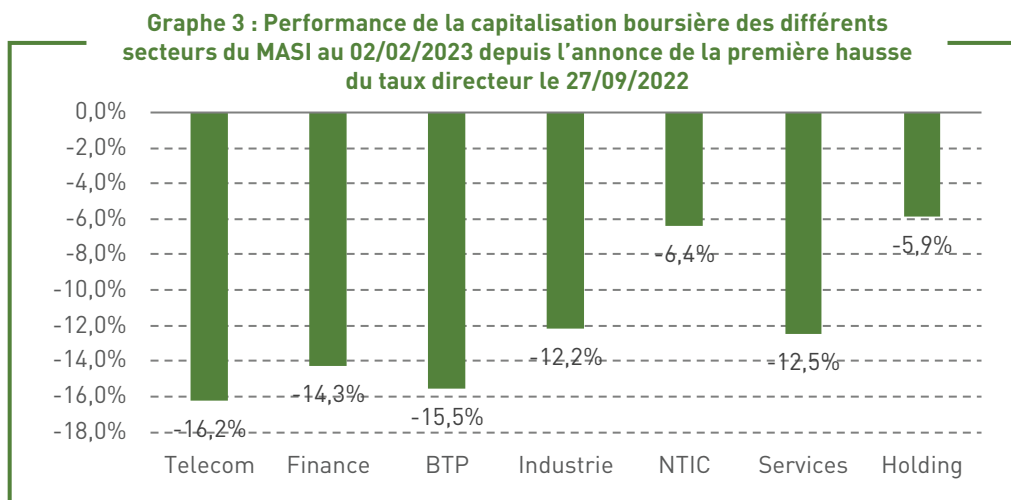


Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

Cette baisse s'est répercutée de façon généralisée sur tous les secteurs côtés, traduisant ainsi des craintes liées à des facteurs systémiques tels que l'inflation galopante et le corollaire en termes de hausse des taux, un ralentissement de la croissance chez les économies partenaires ou encore une autre année de sécheresse au niveau national.

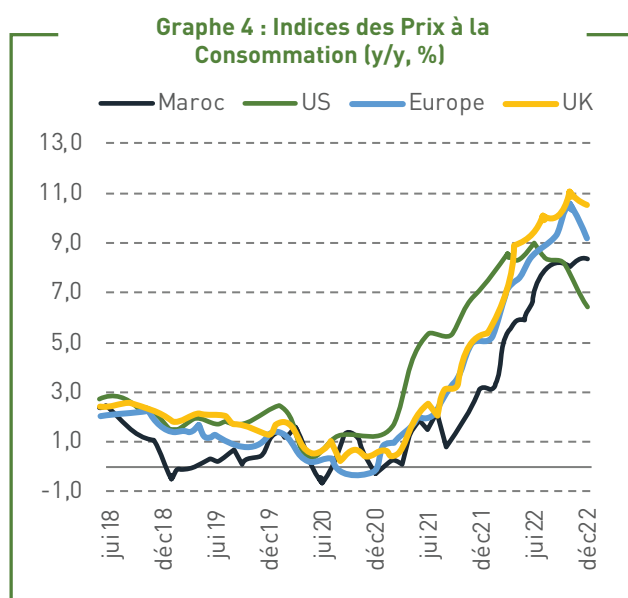


Source : Bloomberg, CDGK Insight

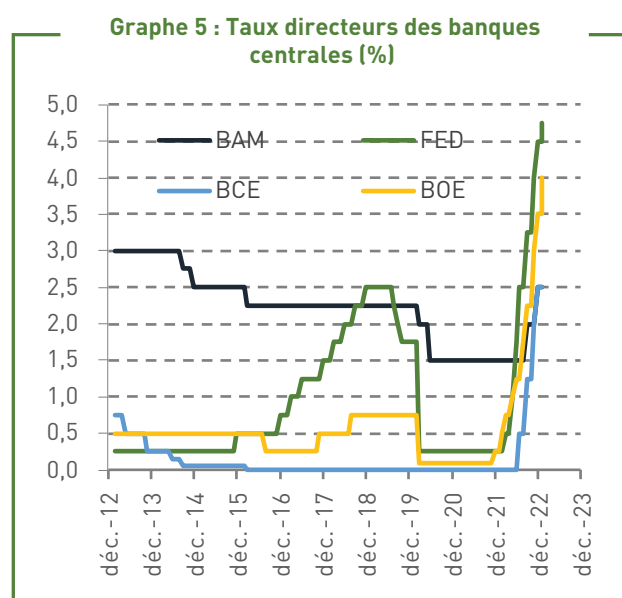
En prospective, plusieurs enjeux globaux demeurent saillants face aux investisseurs

Le monde pris en tenaille entre risque de récession et risque d'inflation

1. Les banques centrales dans le monde entier pourraient prolonger leurs cycles de resserrement des politiques monétaires afin de contenir les risques d'hyperinflation quitte à risquer une récession de leurs économies respectives.

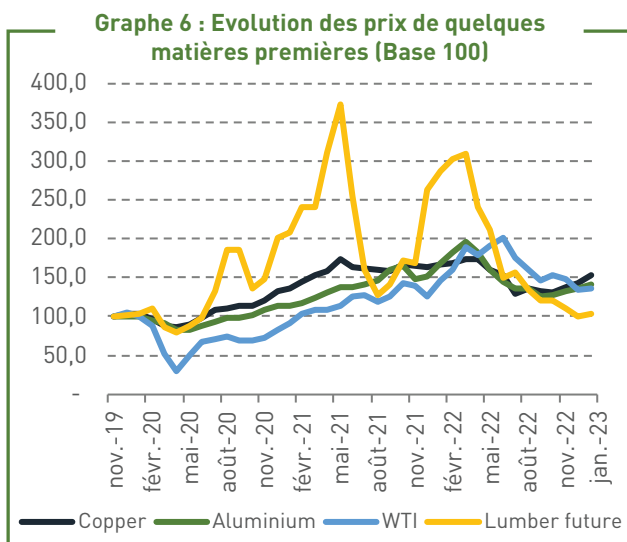


Source : Factset, HCP, Bank Al Maghrib

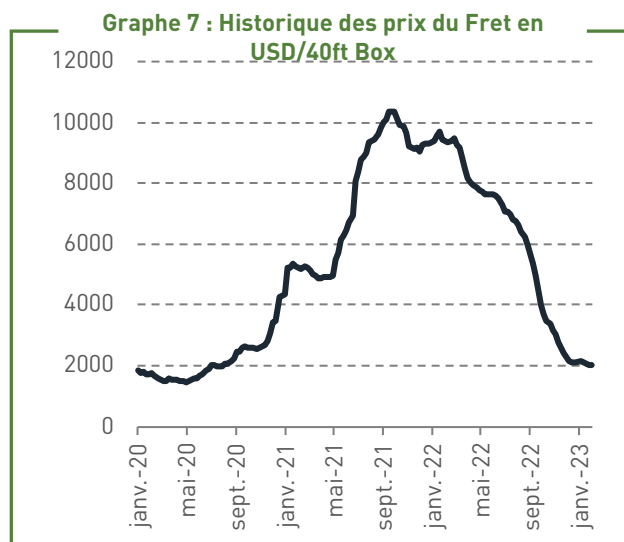


Source : Factset, HCP, Bank Al Maghrib

2. La guerre en Ukraine a mis en exergue les faiblesses structurelles de l'Europe en matière d'approvisionnement en énergie, tandis que la forte demande en énergie post-Covid a surligné les tensions en matière de capacité de raffinage et de stockage dues au manque d'investissement dans ce secteur depuis le début de la pandémie. Ces effets pourraient continuer à jouer un rôle important dans l'économie mondiale.
3. Les marchés financiers commencent à prendre en compte un risque de récession due à la perspective d'une période de faible croissance et de forte inflation. Ainsi les prix de certaines matières premières sont revenus à des niveaux proches de ceux connus avant la pandémie, renversant la tendance haussière de la reprise post covid. D'autres indicateurs comme le prix du Fret commencent aussi à pointer dans la direction d'un ralentissement de la croissance.

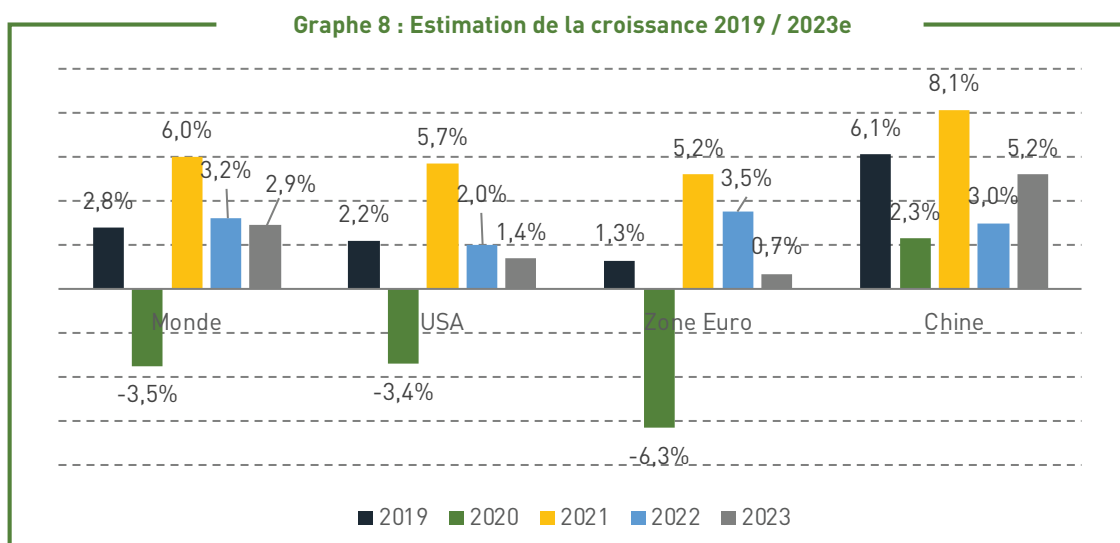


Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

4. Ce risque de récession induite par les politiques agressives de resserrement monétaire des banques centrales est exacerbé davantage par les incertitudes qui entourent la conjoncture chinoise caractérisée par les difficultés du secteur immobilier et les risques relatifs à l'abandon de la stratégie zéro covid.



Source : FMI préciser le rapport et la date (WEO Janvier 2023)

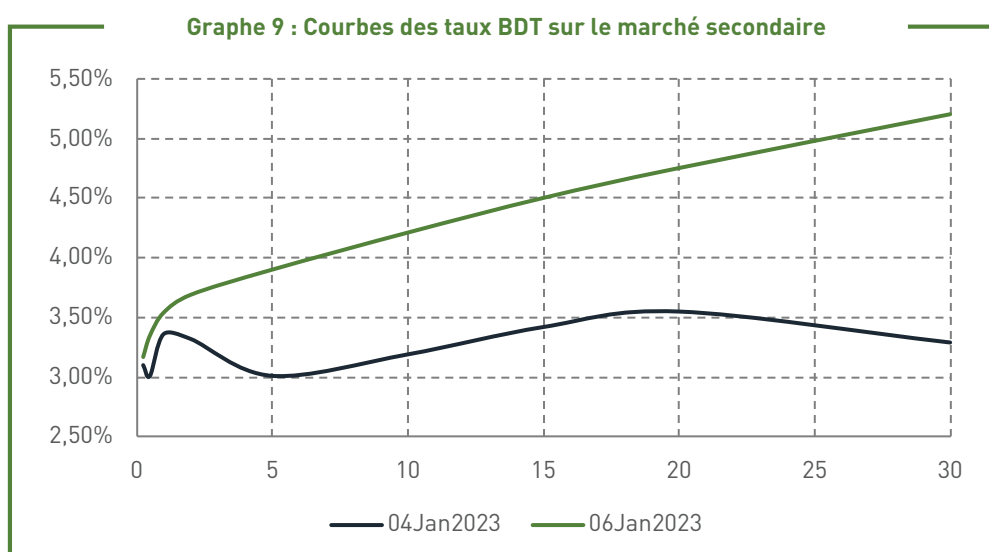
A ces enjeux d'ordre mondial que constituent la lutte contre l'inflation, la crise énergétique et les craintes de plus en plus présentes de récession se superposent des composantes locales. Celles-ci sont tantôt une déclinaison des enjeux mondiaux et tantôt d'ordre spécifique.

La politique monétaire marocaine désormais au-devant des tensions inflationnistes avec le risque de voir s'installer une incertitude tant chez les investisseurs que chez les consommateurs

BAM a décidé lors de son dernier conseil de continuer d'emboîter le pas à la BCE, la FED ainsi que la majorité des banques centrales du monde, en augmentant le taux directeur de 0,5% une seconde fois depuis septembre 2022. La volonté affichée est d'ancrer les anticipations d'inflation dans un contexte où l'inflation importée commence à s'élargir et à diffuser vers d'autres produits locaux. Cette augmentation a diffusé tant dans le marché obligataire que dans le marché actions, menant à un repricing de ces deux classes d'actifs. Il demeure cependant un risque réel de voir BAM prolonger cet exercice de resserrement monétaire tant que l'inflation locale demeure élevée.

Face à l'incertitude quant à la direction que prendra BAM dans les mois avenir, le marché obligataire a connu depuis les six derniers mois une paralysie symptomatique de l'attente des investisseurs et de leur incertitude quant à l'évolution future de l'inflation et de la réaction de Bank Al Maghrib. Afin de palier à ce dysfonctionnement du marché obligataire, BAM est intervenu en introduisant des mesures exceptionnelles. La première mesure a été l'introduction d'un programme de rachat de Bons du Trésor (BDT) sur le marché secondaire de 25 MMAD qui se concentre sur les obligations de maturités résiduelles inférieures à 1 an. Cette première mesure a pour objectif d'éviter un manque de liquidité sur le court terme et assurer une capacité auprès des banques pour investir dans des BDT sur le marché primaire.

La seconde mesure a été de recalculer la courbe des taux BDT sur le marché secondaire en utilisant les cotations des banques plutôt que les transactions. Cette mesure a pour objectif de faire converger les niveaux affichés par la courbe des taux secondaires et la réalité du marché.



Source : Bank Al Maghrib

Inflation et hausse des taux, un risque pour la demande intérieure et extérieure

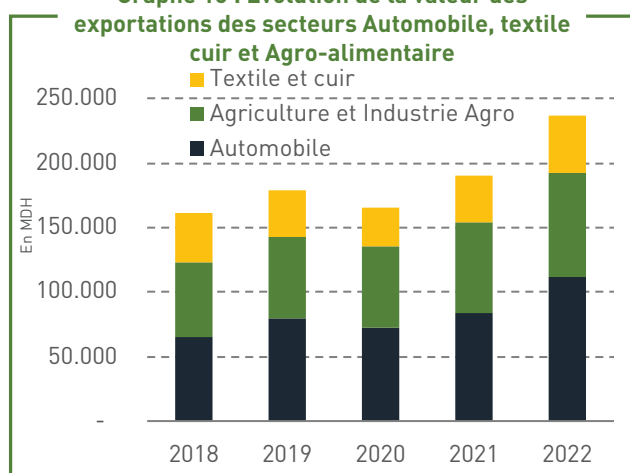
L'inflation tant importée que locale pourrait continuer de peser sur le coût de production des entreprises. La capacité des entreprises à impacter la hausse des coûts des intrants repose sur le maintien de la demande des ménages. Celle-ci pourrait se réduire sensiblement en l'absence d'une hausse des salaires, qui reste moins probable au Maroc étant donné le poids de l'économie informelle, un taux de chômage élevé, une main d'œuvre globalement peu qualifiée et l'importance de la masse salariale dans la structure des charges ordinaires de l'Etat. Selon le HCP, le pouvoir d'achat des ménages aurait enregistré un recul net de 1,9% en 2022.

La dernière révision à la hausse des SMIG et SMAG n'est pas de nature à changer cette donne, à notre sens, étant donné les niveaux élevés d'inflation déjà enregistrés. Une prolongation de cette période inflationniste pourrait donc aboutir à une réduction de la demande locale sur le court terme, qui mènerait à son tour à atténuer l'inflation des prix locaux. Cependant, le levier sur l'inflation importée reste limité. Nous percevons par conséquent un risque de rétrécissement des marges des entreprises suite à une baisse de la demande intérieure.

Quant à la demande extérieure, celle-ci pourrait aussi s'éroder dans un contexte de faible croissance mondiale, et où la hausse des taux dans le monde entier comme au Maroc pourrait peser significativement sur les plans d'investissement des entreprises et sur la consommation.

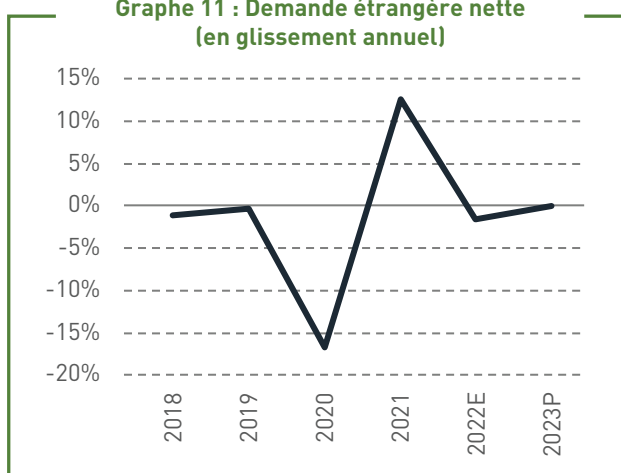
A l'heure actuelle, ce risque ne se matérialise pas, comme en atteste l'augmentation des exportations automobiles entre autres. Cependant, une récession chez les pays partenaires pourrait ultimement résulter en une réduction de la demande adressée aux entreprises marocaines.

Graphe 10 : Evolution de la valeur des exportations des secteurs Automobile, textile cuir et Agro-alimentaire



Source : Office des Changes, élaboration CDG Capital Insight

Graphe 11 : Demande étrangère nette (en glissement annuel)



Source : Bank Al Maghrib

Dans ce contexte, le marché actions marocain pourrait continuer de suivre les mouvements systémiques que connaissent les marchés mondiaux, avec toutefois des particularités sectorielles locales.

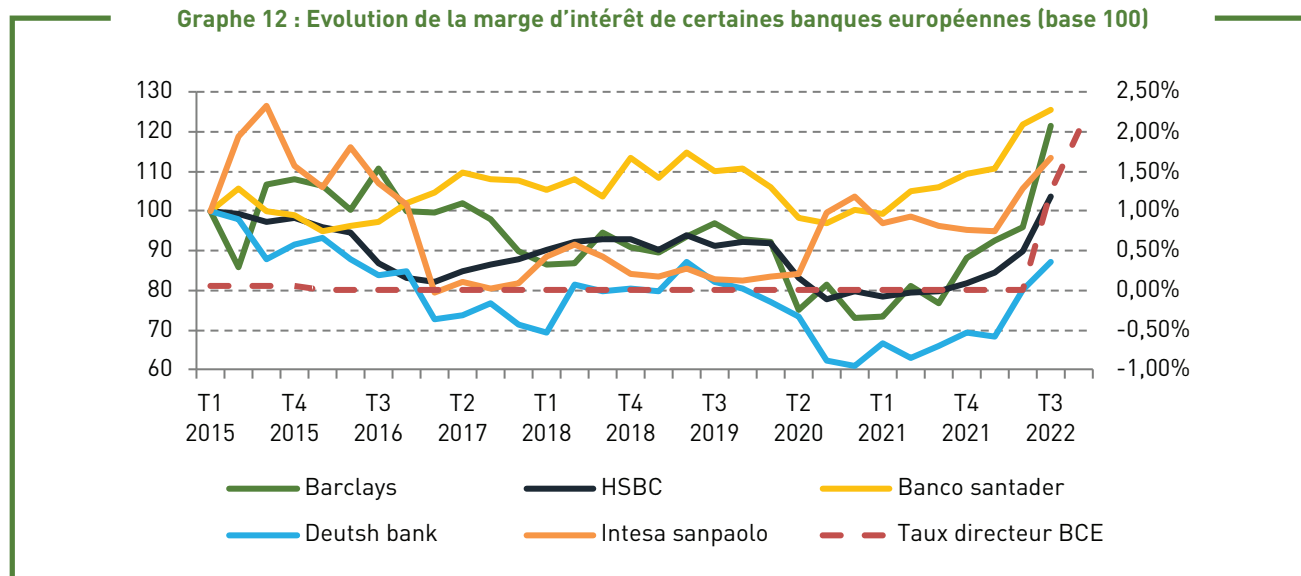


**LA RECONFIGURATION DU PAYSAGE
MACROÉCONOMIQUE POURRAIT
CONTINUER DE FAÇONNER LES
ENJEUX SECTORIELS DE
L'ÉCONOMIE NATIONALE**

Le secteur bancaire reste bien positionné afin de bénéficier d'un cycle de resserrement monétaire

Le marché financier marocain est principalement un marché financier intermédié, avec un système bancaire qui bénéficie d'une large base de dépôts non rémunérés, et un tissu économique qui repose beaucoup plus sur le crédit bancaire que sur les marchés financiers. Les banques marocaines devraient donc profiter d'une amélioration de leurs marges d'intermédiation à moyen terme, compte tenu des récentes hausses du taux directeur. Cette dynamique s'est déjà traduite au niveau des résultats trimestriels des banques européennes par une amélioration de leurs revenus provenant de l'intermédiation bancaire.

Graph 12 : Evolution de la marge d'intérêt de certaines banques européennes (base 100)

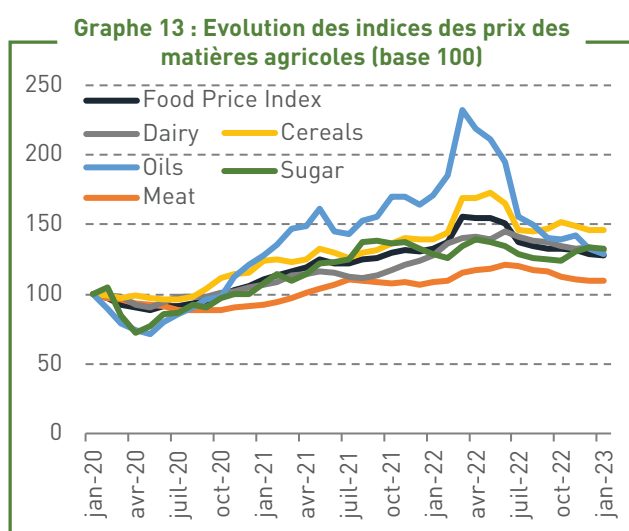


Source : Bloomberg; CDG Capital Insight

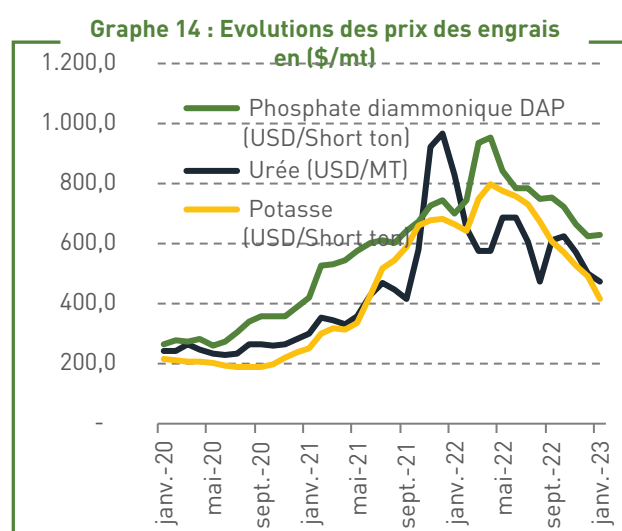
Cependant, nous pensons que cet impact favorable serait partiellement atténué par une baisse de la demande de crédit et des pressions continues sur la qualité des actifs en raison du contexte macroéconomique difficile. En effet, pour l'année 2023e, nous tablons sur un ralentissement de la croissance de l'encours de crédits, compte tenu de l'impact limité des hausses du taux directeur sur la demande de crédit et du ralentissement des crédits de trésorerie qui ont été soutenus en 2022 en partie par la hausse des cours des matières premières, notamment les produits énergétiques. Au final, la lecture des différents drivers et enjeux du secteur, nous laissent penser que les banques cotées à la bourse de Casablanca enregistreront une performance positive des bénéfices courant 2023e (voir plus de détails dans la 3ème partie de la note).

Le secteur agro-alimentaire se situe au centre des tensions inflationnistes tant globales que locales

Après le fort rebond de l'indice des prix des matières agricoles atteignant son plus haut niveau en avril, ce dernier affiche une baisse de 11% au T3 2022 par rapport au trimestre dernier. Cette baisse des prix reflète une augmentation des approvisionnements suite à une amélioration des rendements, le retour de l'Ukraine sur les marchés mondiaux et l'affaiblissement de la demande en réponse à la détérioration des perspectives de la croissance mondiale.



Source : Banque mondiale, CDG Capital Insight



Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

Cette tendance baissière devrait se poursuivre en 2023e selon la banque mondiale qui table sur un repli de 5% de l'indice des prix des matières agricoles. Cependant, les prix des denrées alimentaires dans la plupart des monnaies nationales sont encore plus élevés en raison de l'appréciation du dollar américain et demeurent supérieurs par rapport à leurs moyennes historiques. En effet, plusieurs incertitudes persistent, selon la banque mondiale, notamment sur : les prix des intrants (engrais et produits énergétiques) ; une éventuelle détérioration des perspectives mondiales avec le resserrement monétaire ; une nouvelle appréciation du dollar américain ; ou encore des conditions météorologiques défavorables.

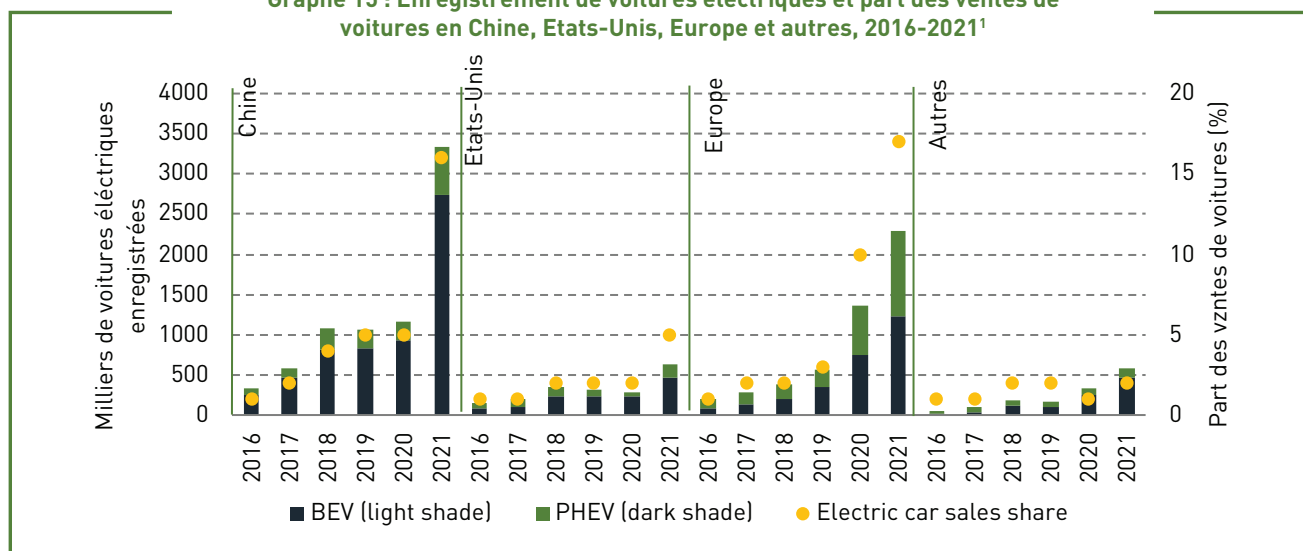
Dans ce contexte, les tensions inflationnistes pourraient continuer à favoriser la croissance du chiffre d'affaires des entreprises agroalimentaires pour 2022e, mais l'augmentation des intrants et du coût de transports pourraient se traduire par une pression sur leurs marges. Nous pensons par ailleurs que la performance des entreprises agroalimentaires cache une certaine disparité qui dépendrait de leur capacité à répercuter la hausse des coûts auprès des ménages. En effet, ces derniers pourraient privilégier les produits de base, ce qui engendrerait une baisse de la demande sur les autres produits.

Pour 2023e, la légère baisse prévue des coûts des intrants et du coût de transport devrait permettre aux sociétés agroalimentaires de voir leurs marges s'améliorer légèrement.

Secteur minier, les tendances structurelles dues à la transition énergétique constituent une toile de fond favorable avec toutefois un risque de récession qui pèse de façon conjoncturelle sur la demande

La performance du secteur minier marocain a largement bénéficié de l'envolée des prix des métaux qui se situent au centre de la vague inflationniste mondiale. Au-delà de la reprise post Covid qui a alimenté une forte demande de produits de consommation dans un contexte de tensions logistiques, les métaux tels que le cuivre ou le cobalt (mais aussi l'argent) ont surtout bénéficié du virage structurel que constitue la transition énergétique, ainsi que de l'augmentation spectaculaire de la vente des véhicules électriques. Cet effet atteint une telle ampleur que l'on parle de plus en plus d'un nouveau 'super-cycle des métaux' potentiel.

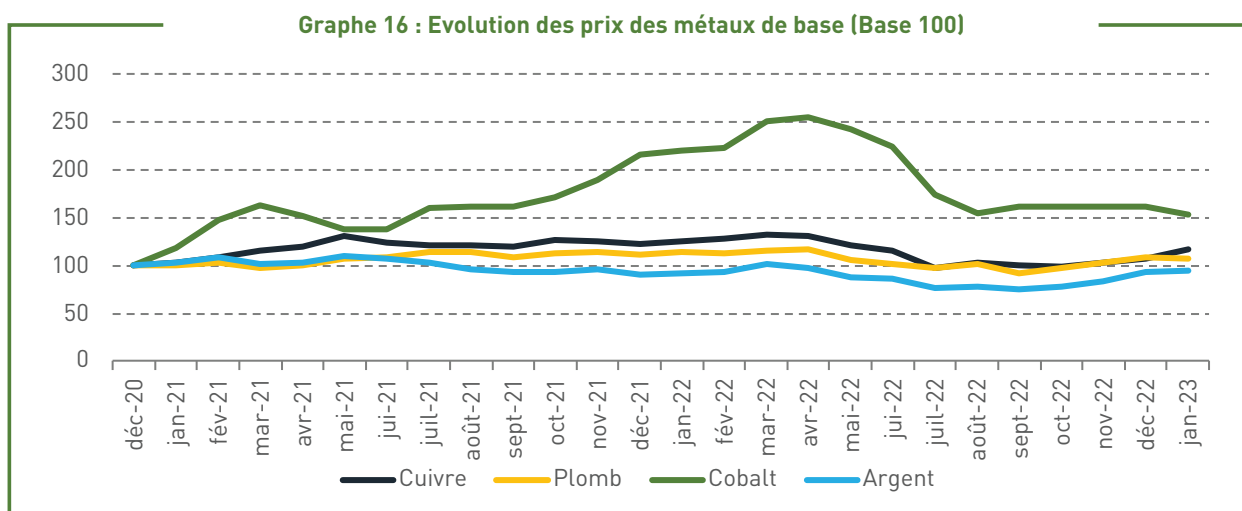
Graphe 15 : Enregistrement de voitures électriques et part des ventes de voitures en Chine, Etats-Unis, Europe et autres, 2016-2021¹



Source : IEA 2022, "Electric car sales took off across major car markets in 2021", <https://www.iea.org/reports/electric-vehicles>, License: CC BY 4.0

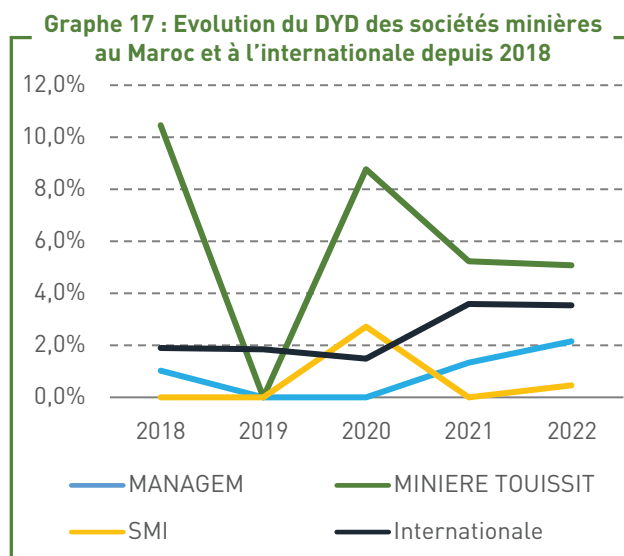
¹ "This is a work derived by CDG Capital Insight from IEA material and CDG Capital Insight is solely liable and responsible for this derived work. The derived work is not endorsed by the IEA in any manner."

Cependant, cette tendance structurelle reste contrebalancée par (i) la pression de la hausse des taux dans le monde entier qui induit une crainte de récession chez les investisseurs autant que chez les consommateurs, et (ii) les aléas de la demande chinoise en produits de consommation électronique, consommateurs en métaux. Ces deux éléments de conjoncture expliqueraient le retour des prix des métaux à des niveaux comparables à ceux observés au début de l'année 2021 (voir plus bas) et sont de nature à tempérer les perspectives des valeurs minières pour l'année avenir.



Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

Ce contexte de niveau de prix élevés soutenus par un dollar fort, et par la baisse des coûts des intrants dont principalement l'énergie devrait permettre aux sociétés opérant dans le secteur minier de réaliser des résultats satisfaisants et de soutenir le niveau de dividendes distribués.



Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

Le secteur immobilier devrait continuer à ressentir les effets de l'augmentation des prix

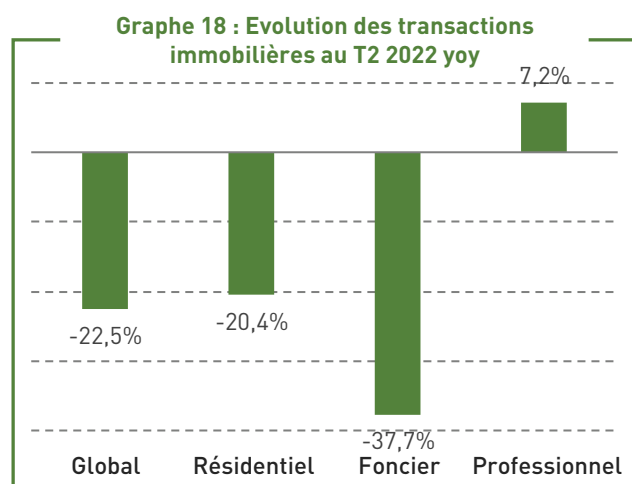
Après une saison 2021 globalement positive portée par le rebond post covid et d'incitations fiscales, le secteur immobilier pourrait faire face à l'avenir à des vents contraires.

La guerre en Ukraine et les niveaux élevés d'inflation, conjugués avec le redressement des taux d'intérêt et le ralentissement économique, ont créé d'énormes défis pour le secteur immobilier au Maroc. En effet, le secteur immobilier est confronté à des problèmes de chaîne d'approvisionnement, à une augmentation des coûts de constructions et à des coûts de financement plus élevés.

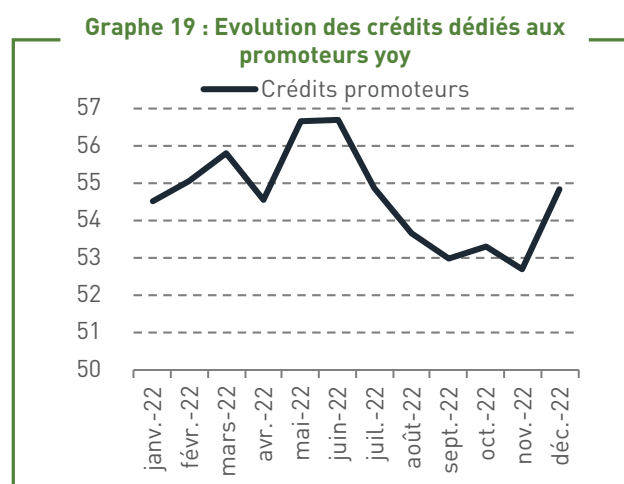
Ainsi, l'industrie de l'immobilier devrait faire face à des vents contraires et, par conséquent, afficher une croissance atone durant l'année 2023.

Par ailleurs, le rapport de l'offre et de la demande pourrait se détériorer davantage. Le niveau des coûts de construction de financement nettement plus élevés pourrait freiner la construction de logements. En parallèle, les ménages souffrent de la forte inflation et notamment du niveau élevé des prix de l'énergie. Les prix de l'énergie exercent également une pression sur les industries, ce qui pourrait alors comprimer le marché du travail et par ricochet les revenus des ménages.

Cette pression sur les revenus des ménages en raison de l'inflation (en l'absence d'une hausse des salaires) ainsi qu'un contexte de taux d'intérêts haussier pourraient éventuellement limiter les transactions immobilières.



Source : BKAM, CDG Capital Insight



Source : BKAM, CDG Capital Insight

L'urbanisation croissante estimée à 62 % en 2018, le déficit en logement estimé à 400.000 unités et la croissance démographique régulière à 1,5% continuent de soutenir les perspectives de ce secteur. Toutefois, ces perspectives ne seront soutenues que si des mesures politiques fortes en faveur du pouvoir d'achat pourront stimuler la demande en logements.

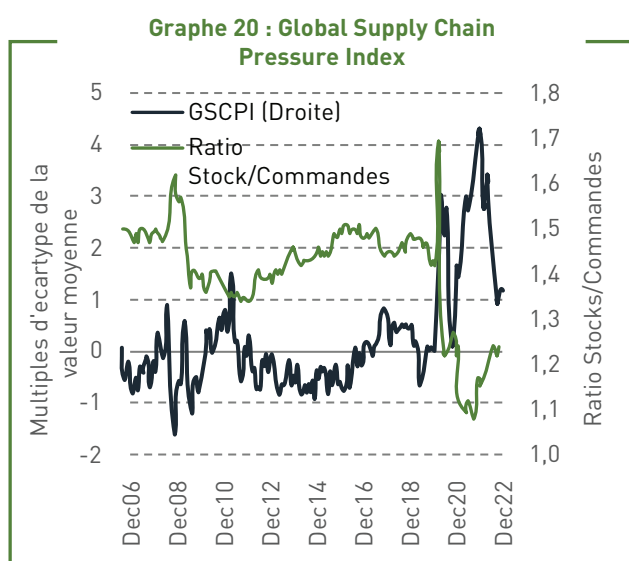
Par ailleurs, une récurrence des difficultés d'approvisionnement de produits semi-finis (voir ci-dessous) rencontrées par nos industries marocaines pourraient constituer une opportunité pour le secteur immobilier. En effet, afin de pallier les pressions logistiques, nos industries marocaines pourraient éventuellement recourir à investir dans des dépôts pour stocker leurs intrants et ce dans le but de réduire l'exposition à la volatilité des prix des matières premières sur le marché, ainsi que mettre en place des mesures de protection dans les chaînes d'approvisionnement pour faire face aux pénuries et à la hausse des coûts logistiques.

A titre d'illustration, la ministre de la Transition énergétique et du développement durable, table sur un investissement de 5,0 Mrds de MAD pour augmenter les capacités de stockage du Maroc des hydrocarbures.

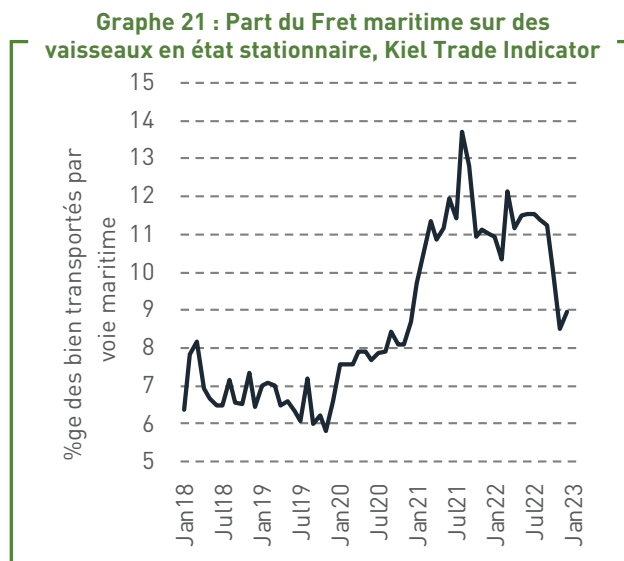
L'assouplissement progressif des chaînes logistiques conjugué avec les craintes de récession pesant sur la demande entraînent le retour des prix des demi-produits industriels vers des niveaux moins élevés

La reprise post Covid a été caractérisée par une forte pression sur les chaînes logistiques. Le fort rebond de la demande mondiale à la suite des levées de confinement a surpassé les capacités de production et de transport maritime. Les stocks disponibles n'ont pas pu absorber ce retour de la demande post Covid.

Ces facteurs ont largement contribué à enclencher la vague inflationniste en cours² (il est cependant de plus en plus reconnu par les banques centrales que les stimuli monétaires colossaux pourraient être un facteur important). Plus particulièrement, la pression logistique et les faibles niveaux de stocks ont généré un goulet d'étranglement au niveau de la disponibilité de demi-produits dans le monde.



Source : Federal Reserve Bank of New York, Global Supply Chain Pressure Index, US Census Bureau



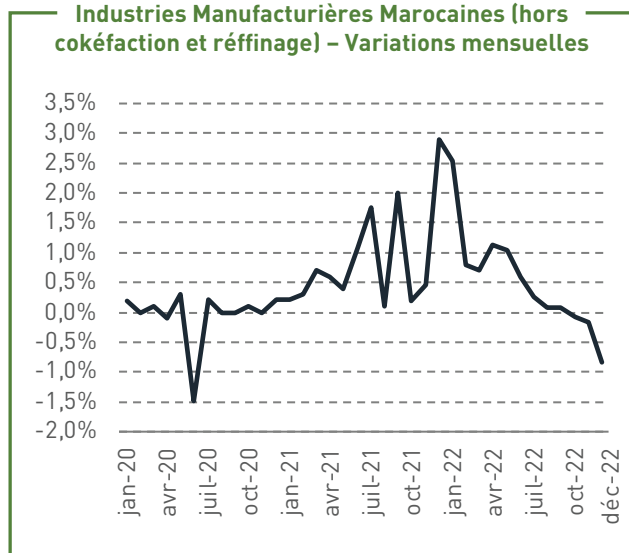
Source : Kiel Institute for the World Economy

Ce contexte de tension logistique et d'offre réduite, exacerbé de surcroît par la guerre en Ukraine, a constitué une toile de fond ayant soutenu l'augmentation des prix de vente au sein du secteur industriel tout au long de l'année 2021 et du premier semestre 2022.

² Cf. Publication FMI, 18 février 2022, <https://www.imf.org/fr/Blogs/Articles/2022/02/17/blog-supply-disruptions-add-to-inflation-undermine-recovery-in-europe>

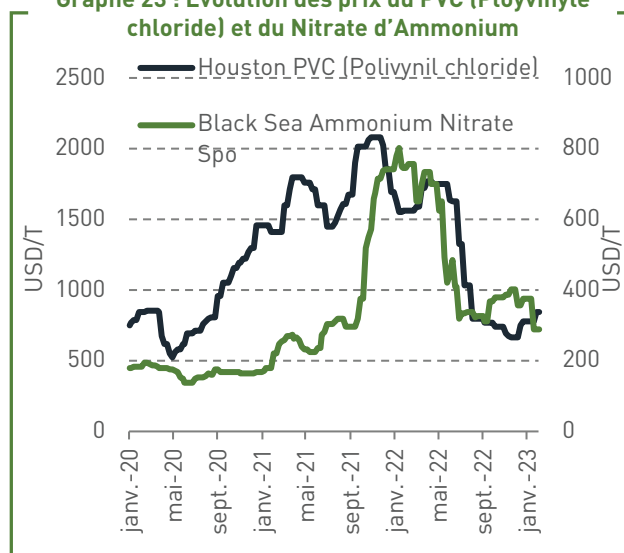
Cependant, différents indicateurs laissent entrevoir une détente que l'on peut tenter d'expliquer par un essoufflement de la demande dû aux craintes de récession induites par le resserrement monétaires agressif des banques centrales, mais aussi par le fait que les perturbations logistiques connues au début de la reprise commencent à s'atténuer comme illustré par la récente diminution des navires de marchandise en état stationnaire aux ports ou encore l'amélioration récente du ratio stocks/commandes aux Etats Unis.

Graphe 22 : Indice des Prix à la Production des Industries Manufacturières Marocaines (hors cokéfaction et raffinage) – Variations mensuelles



Source : HCP, élaboration CDG Capital Insight

Graphe 23 : Evolution des prix du PVC (Ployvinyle chlorure) et du Nitrate d'Ammonium



Source : Bloomberg

Cet assouplissement récemment observé au niveau des chaînes logistiques présage d'une accalmie au niveau des prix des demi-produits, et nous laisse penser que les facteurs ayant soutenu les prix de vente dans le secteur industriel pourraient céder le champ à des pressions baissières dues à un affaiblissement de la demande mondiale et à des perspectives de croissance mondiale et nationale revues à la baisse (bien que légèrement augmentée récemment).

Cette tendance à la stabilité voire la baisse des prix de vente des demi-produits pourrait toutefois être contrebalancée par une baisse du prix des intrants comme en témoigne le ralentissement de la hausse de l'indice des Prix à la Production.



NOS PERSPECTIVES ET RECOMMANDATIONS



BANQUES : DES OPPORTUNITÉS À SAISIR DANS UNE TOILE DE FOND FAVORABLE

Valeurs	Recommandations	Cours cible
ATW	Conserver	412
BCP	Conserver	226
BMCI	Vendre	388
BOA	Renforcer	184
CDM	Conserver	607

Exécutive Summary

Le secteur bancaire coté à la Bourse de Casablanca a connu une forte baisse de 16,7%³ depuis début 2022. Ceci reflète à notre sens la conjoncture économique difficile et l'effet mécanique des hausses du taux directeur sur les niveaux de valorisation, et ce, en dépit de la bonne orientation prévue des résultats des banques cotées⁴ en 2022e.

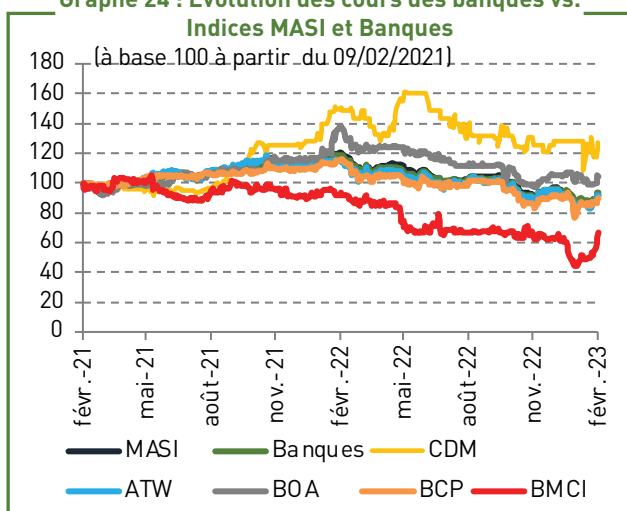
En effet, le secteur bancaire devrait bénéficier d'une dynamique de croissance des crédits et d'une amélioration du coût du risque. Néanmoins, le résultat des activités de marché devrait afficher une baisse tenant compte de l'impact des hausses du taux directeur. Dans ce sens, les banques cotées⁵ devraient terminer l'année 2022 sur une note positive, à l'instar des réalisations à fin septembre, avec une croissance estimée de 14,8%⁶ de leur RNPG.

Cette tendance haussière devrait se poursuivre en 2023e. Nous pensons que le secteur reste bien positionné en raison de ses perspectives de croissance globalement, de l'impact positif de la politique de resserrement monétaire sur les marges à moyen terme et de son prix actuel.

Dans ce sens, la capitalisation actuelle des banques que nous couvrons les valorise à 16,1x⁶ leur capacité bénéficiaire en 2022e, soit un niveau légèrement inférieur à leur niveau moyen historique qui ressort à 16,6x, retraité de l'effet taux. Nous détaillerons ci-après, les opportunités à saisir, en dehors d'un risque de basculement de la situation macroéconomique.

Nous soulignons aussi que nos cours cibles ont été revus à la baisse par rapport à nos dernières recommandations tenant compte essentiellement de l'impact mécanique de la hausse des taux sur les niveaux de valorisation.

Graphe 24 : Evolution des cours des banques vs. Indices MASI et Banques
(à base 100 à partir du 09/02/2021)



Source : HCP, élaboration CDG Capital Insight

Tableau : Recommandation & cours cible

Valeurs	Recommandations	Cours cible
ATW	Conserver	412
BCP	Conserver	226
BMCI	Vendre	388
BOA	Renforcer	184
CDM	Conserver	607

Source : Bloomberg

³ Au 09/02/2023

⁴ Hors CIH

⁵ Hors CIH

⁶ Retraité de l'impact du contrôle fiscal sur les résultats du groupe BCP

Secteur Banque : Principaux enjeux pour les banques marocaines

Une bonne tenue de la distribution des crédits

L'année 2022 a été marquée par la sécheresse et une forte appréciation des prix des matières premières et énergétiques. Dans ce sens, la croissance du PIB est prévue en ralentissement passant de 7,9% en 2021 (année de reprise) à 1,1% en 2022, selon les dernières prévisions de BKAM.

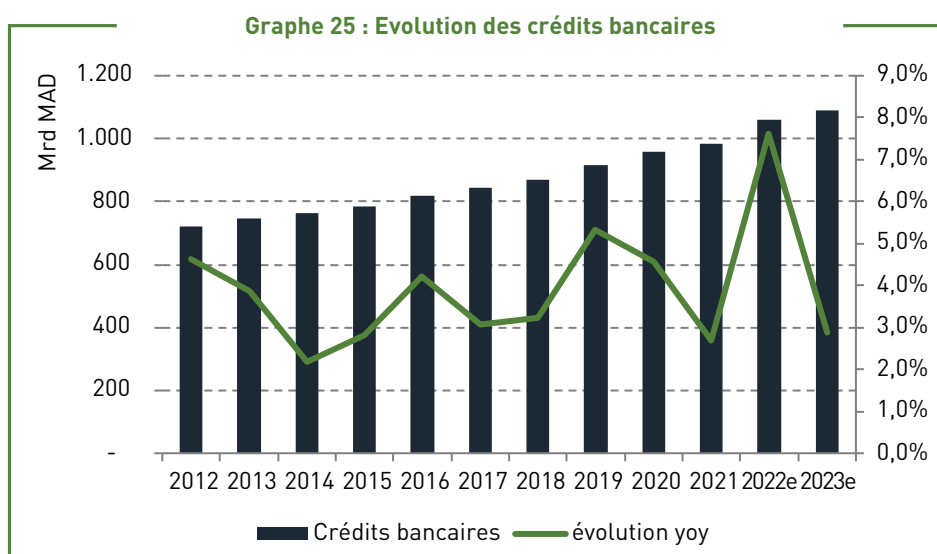
En dépit du contexte macroéconomique difficile, les crédits bancaires ont terminé l'année sur une hausse aux alentours de 7,6%, bénéficiant essentiellement de la bonne tenue des crédits de trésorerie et dans une moindre mesure de l'évolution des crédits à l'équipement.

La dynamique de croissance des crédits de trésorerie reflète en partie la hausse du besoin en financement court terme des sociétés importatrices des produits énergétiques.

Pour leur part, les crédits à l'investissement ont connu un effet de rattrapage durant le dernier trimestre de 2022, enregistrant ainsi une progression de 8,8% après deux années de baisse. Cette performance provient principalement de la bonne tenue des crédits à l'équipement des sociétés non financières privées.

Cependant, les crédits destinés à la promotion immobilière continuent d'afficher des signes de décélération, traduisant l'atonie que connaît le secteur immobilier.

Pour l'année 2023e, nous tablons sur un ralentissement de la croissance de l'encours de crédits à 2,9%, compte tenu d'une progression prévue de 3,0% du PIB selon les estimations de Bank Al Maghrib, de l'impact limité des hausses du taux directeur sur la demande et du ralentissement des crédits de trésorerie qui ont été soutenus en 2022 en partie par la hausse des cours des matières premières, notamment les produits énergétiques.

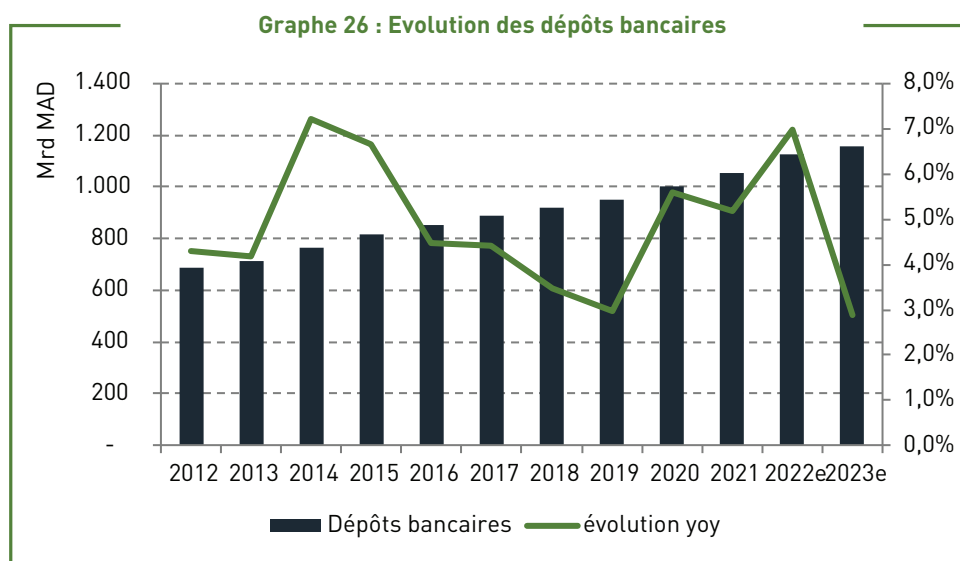


Source : Source : BKAM, CDG Capital Insight

Parallèlement, les dépôts bancaires ont affiché une hausse d'environ 7,0% au terme de l'année 2022. Cette performance est tirée essentiellement par l'augmentation des dépôts à vue.

Pour l'année 2023, nous tablons sur une croissance de l'ordre de 3% des dépôts bancaires, soit un taux de transformation en quasi-stabilité à 94% par rapport à fin 2022.

Globalement, nous soulignons que la structure des dépôts demeure majoritairement composée des dépôts non rémunérés. Ceci permet aux banques d'optimiser le coût moyen des ressources.

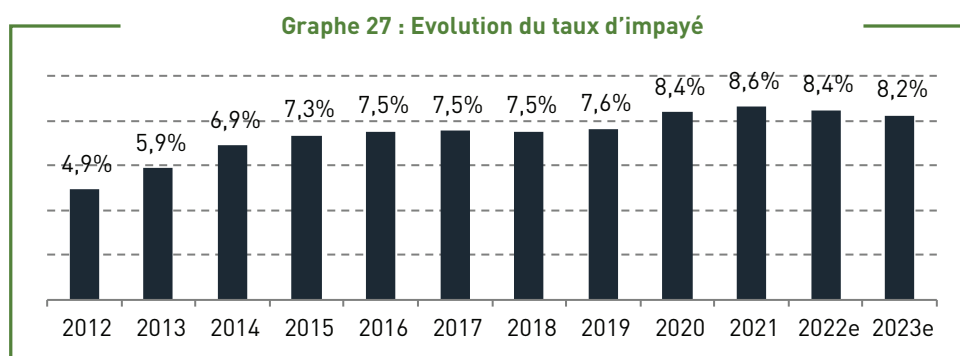


Source : BKAM, CDG Capital Insight

Une qualité des actifs toujours sous pression

L'encours des créances en souffrance est passé de 84,8 Mrd MAD à fin 2021 à 89,5 Mrd MAD à fin 2022, soit une augmentation de 5,5%. Par conséquent, le taux d'impayés ressort à 8,4%. Ceci traduit :

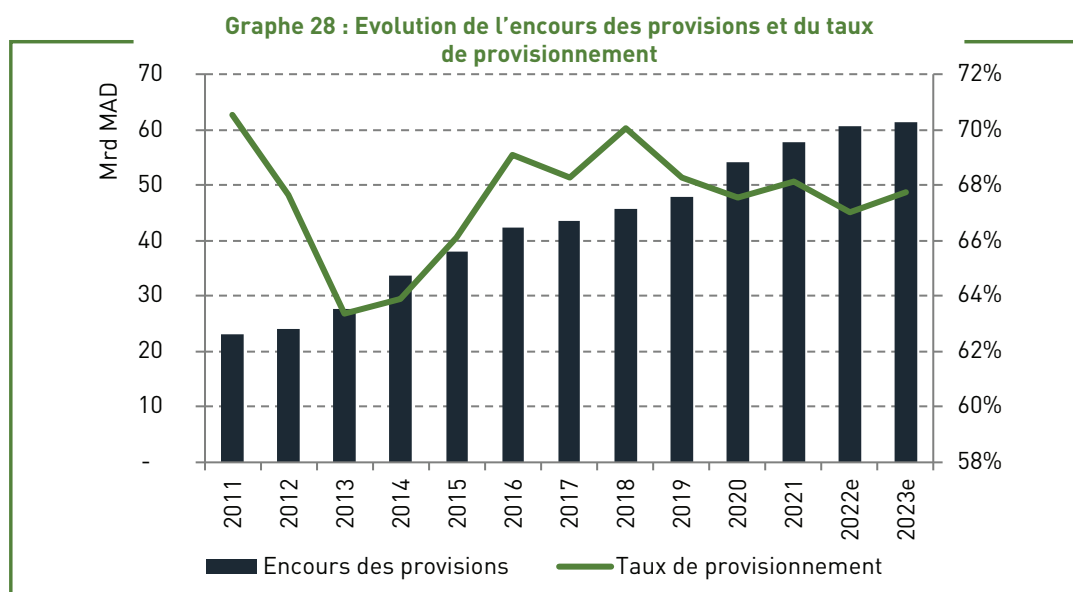
- D'un côté, une légère hausse des créances en souffrance détenues sur les ménages qui ont enregistré une progression de 0,5%, portant le taux d'impayé à 10,0% à fin 2022.
- Et d'un autre côté, les contreperformances de l'activité économique qui n'ont pas manqué de se traduire sur la solvabilité des entreprises. Dans ce sens, l'encours des créances en souffrance des entreprises non financières a cru de 9,3% en 2022.



Source : BKAM, CDG Capital Insight

Pour l'année 2023, nous tablons sur un taux d'impayé aux alentours de 8,2%, quoiqu'en légère amélioration, il demeure à un niveau assez élevé. Ceci traduit à notre sens l'amélioration prévue de la croissance économique, cependant les effets de la sécheresse couplée à la hausse des prix des matières premières et des produits énergétiques continuent de peser sur certains secteurs d'activité.

De son côté, l'encours des provisions a progressé de 4,1% à 60,1 Mrd MAD, soit un taux de provisionnement de 67,2% à fin 2022.



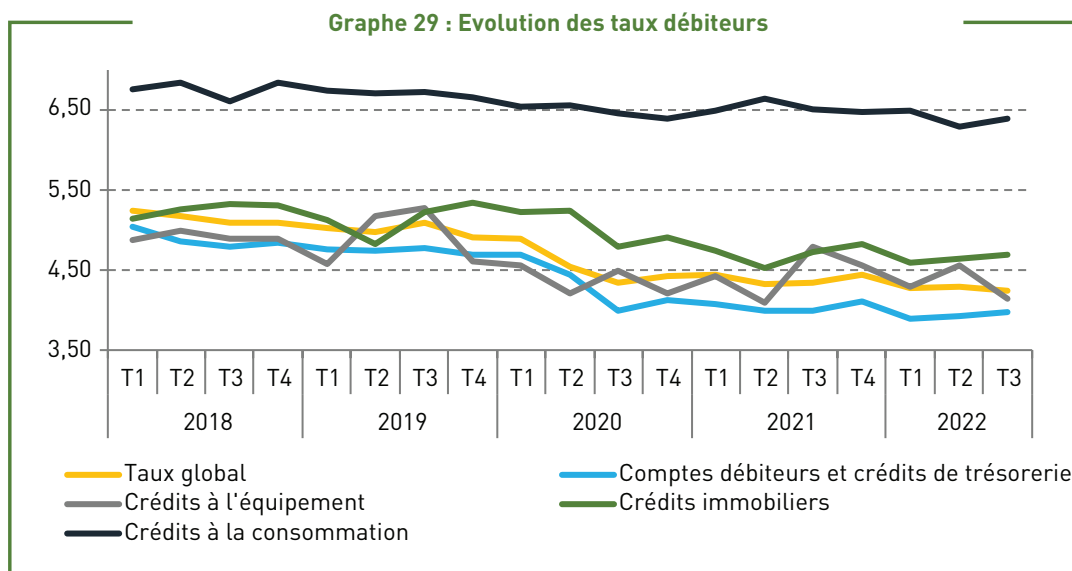
Source : BKAM, CDG Capital Insight

Impact favorable de la hausse du taux directeur à moyen terme

Les pressions inflationnistes ont poussé la banque centrale à augmenter son taux directeur de 100 pbs lors de ses deux derniers conseils et ressort aujourd'hui à 2,5%. A notre sens, cette hausse devrait globalement profiter aux banques à moyen terme.

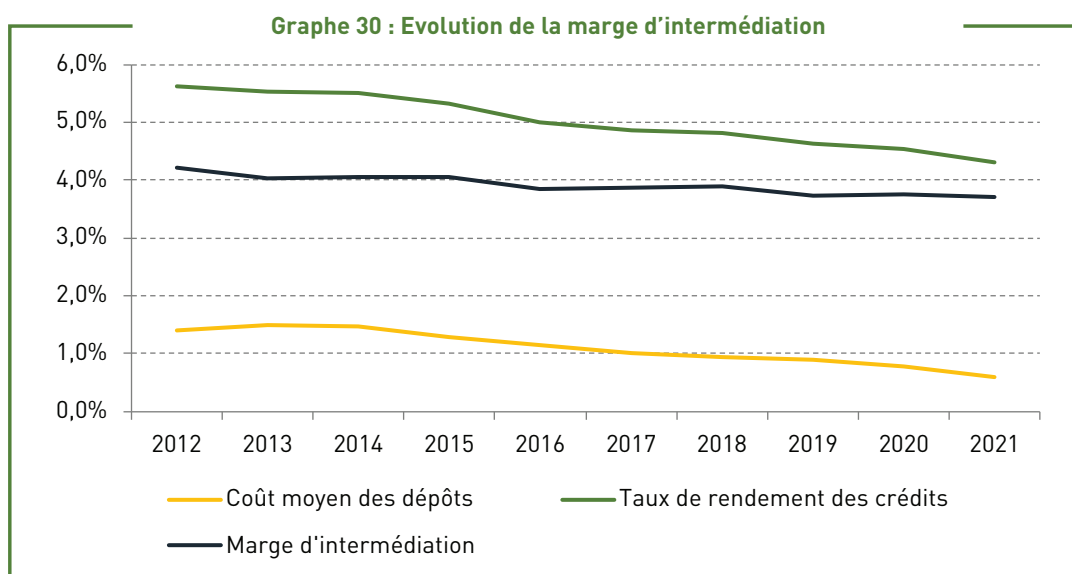
D'un côté, nous pensons que l'augmentation des taux devrait avoir un impact limité sur la demande en prêts, à mesure que la croissance économique se maintiendrait. Dans ce sens, Bank AL Maghrib table sur une progression de 3,0% du PIB en 2023e.

D'un autre côté, les banques devraient bénéficier d'une amélioration de la marge d'intermédiation tenant compte de la transmission de la hausse du taux directeur aux taux débiteurs et compte tenu de la structure des dépôts bancaires qui sont majoritairement non rémunérés.



Source : BKAM, CDG Capital Insight

Il importe de rappeler que la marge d'intermédiation du secteur a connu une tendance baissière suite à la baisse des taux observée les années précédentes en dépit d'un effort important de la part des banques en termes d'optimisation du coût des ressources. Par conséquent, dans un environnement de hausse des taux, les banques auront plus de marge de manœuvre et devraient voir leurs marges augmenter.

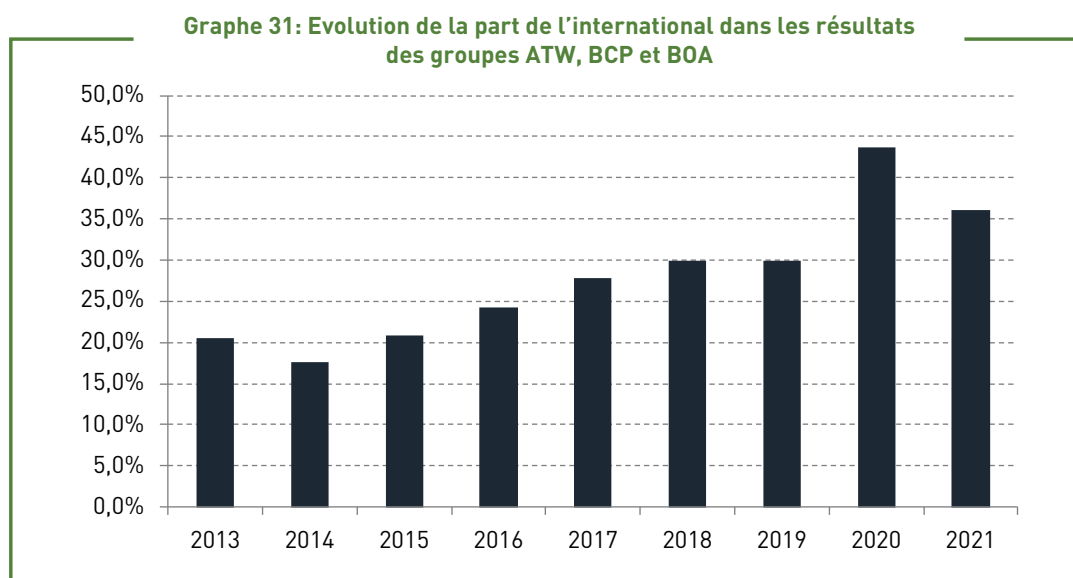


Source : BKAM, CDG Capital Insight

Nous soulignons tout de même que la hausse des rendements obligataires devraient impacter négativement le résultat des activités de marché des banques. En effet, les banques devraient comptabiliser des pertes de juste valeur sur les titres classés en actifs détenus à des fins de transaction ou disponibles à la vente. La sensibilité des portefeuilles au rendement varie d'une banque à l'autre en fonction de l'importance des titres et de leur maturité. Cela dit, une grande partie de cette hausse a été déjà prise en compte au niveau des résultats à fin septembre, et compte tenu du fait que la récente hausse des taux secondaires n'a pas eu lieu avant la fin d'année 2022.

Un soutien continu des filiales subsahariennes

Durant la dernière décennie, les banques marocaines ont connu un développement significatif en Afrique, à travers notamment l'acquisition des parts de groupes internationaux et locaux. Cette ouverture à l'international des grands groupes marocains se traduit par une présence dans plus que vingt pays, avec une part de l'activité à l'international dans les principaux agrégats des groupes ATW, BCP et BOA qui ressort à 36,2% du RNPG à fin 2021.



Source : Etats financiers des banques, CDG Capital Insight

En 2021, les pays de l'Afrique subsahariennes ont connu, à l'instar de l'économie mondiale, une reprise de la croissance de leur PIB évaluée à 4,7%, reflétant une progression de 5,9% pour les pays de l'UEMOA et de 1,5% pour les pays du CEMAC, deux régions où les groupes marocains sont majoritairement présents à travers leurs filiales.

Pour l'année 2022e, les nations d'Afrique subsaharienne sont confrontées à un environnement inflationniste mondial d'une ampleur plus importante que la hausse des prix habituellement rencontrées dans la majorité des pays de la région. Dans ce sens, la hausse des prix à la consommation est estimée à 14,4% en 2022e contre 11% en 2021, selon les prévisions de FMI.

Graphe 32 : Evolution du PIB des régions de l'Afrique subsahariennes

	2021	2022e	2023e
Afrique subsaharienne	4,7%	3,6%	3,7%
UEMOA	5,9%	4,90%	6,4%
CEMAC	1,5%	3,8%	3,4%

Source : Etats financiers des banques, CDG Capital Insight

Globalement, l'appréciation des prix du pétrole et des produits alimentaires devraient impacter négativement les soldes extérieurs et budgétaires de la région, en particulier les pays importateurs de produits de base. Ceci devrait se traduire par un ralentissement de la croissance de l'activité en 2022e, estimée à 3,6%, selon les dernières prévisions de FMI.

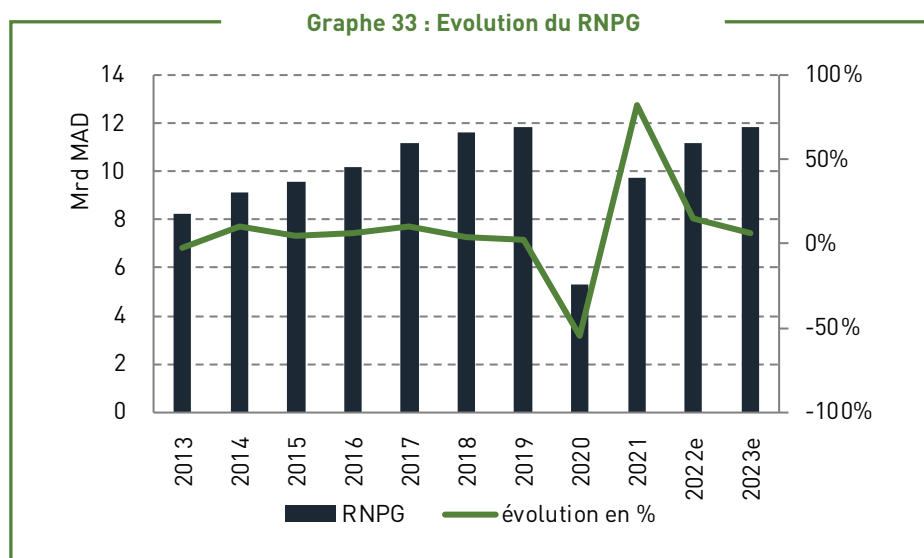
Toutefois, les perspectives économiques sont différentes d'un pays à l'autre. Pour les pays de l'UEMOA, les perspectives économiques demeurent prometteuses en dépit d'un ralentissement de la croissance prévu à 4,9% en 2022e contre 5,9% en 2021. Pour leur part, les pays de la CEMAC, font également figure d'exception avec une croissance économique estimée à 3,8% en 2022, soit une évolution plus importante que celle enregistrée en 2021 de 1,5%.

Secteur Banque : Des performances positives prévues pour 2022e

Nos perspectives 2022e

La lecture des différents drivers et enjeux du secteur, nous laissent penser que les banques cotées à la bourse de Casablanca enregistreront une performance positive des bénéfices courant 2022e, comme en témoignent les réalisations à fin septembre.

- **Revenus** : Nous anticipons une amélioration du PNB suite principalement à la bonne tenue de la marge d'intérêt (profitant essentiellement d'un effet volume) et à la bonne performance de la marge sur commissions, comme en témoignent les résultats à fin septembre. Ces deux composantes du PNB devraient compenser la baisse prévue du résultat des activités de marché compte tenu de l'impact de la hausse du taux directeur.
- **Structure des coûts** : Nous tablons sur une légère amélioration du coefficient d'exploitation. Globalement, les banques devraient continuer à optimiser leurs coûts en ces temps de crise.
- **Coût du risque** : Suite à une légère baisse du taux d'impayé par rapport à 2021 et tenant compte de l'effort de provisionnement des banques ces deux dernières années, nous tablons sur une amélioration aux alentours de 15% à 10,85 Mrd MAD, sur la base de nos prévisions par banque.



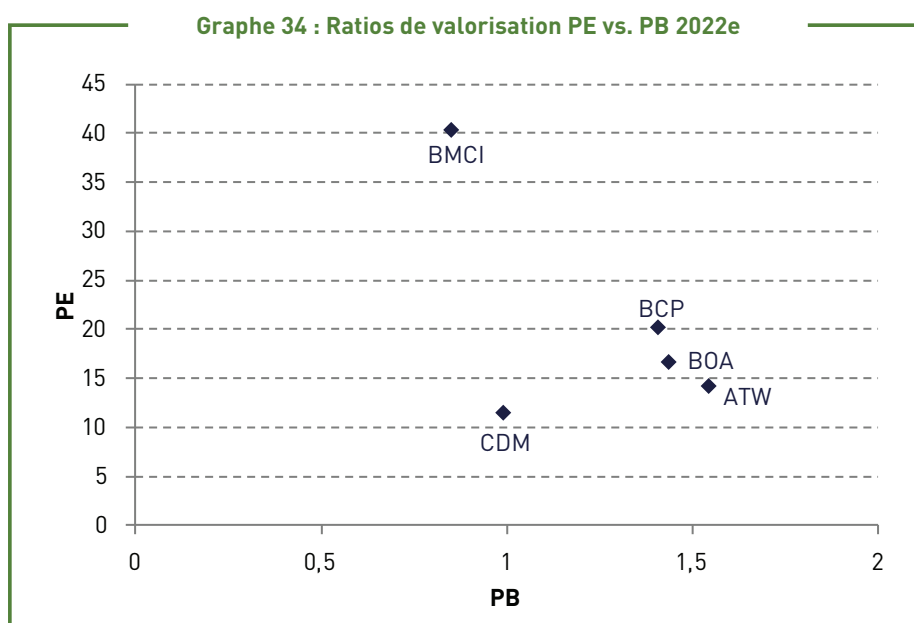
Source : Etats financiers des banques, CDG Capital Insight

*hors impact du contrôle fiscal sur les résultats du groupe BCP

Valorisation

Nous sommes prudemment optimistes à l'égard du secteur bancaire en raison de ses perspectives de croissance et de son prix actuel. La capitalisation actuelle des banques que nous couvrons les valorise à 16,1x leur capacité bénéficiaire en 2022e, soit un niveau légèrement inférieur à leur niveau moyen historique qui ressort à 16,6x, retraité de l'effet taux.

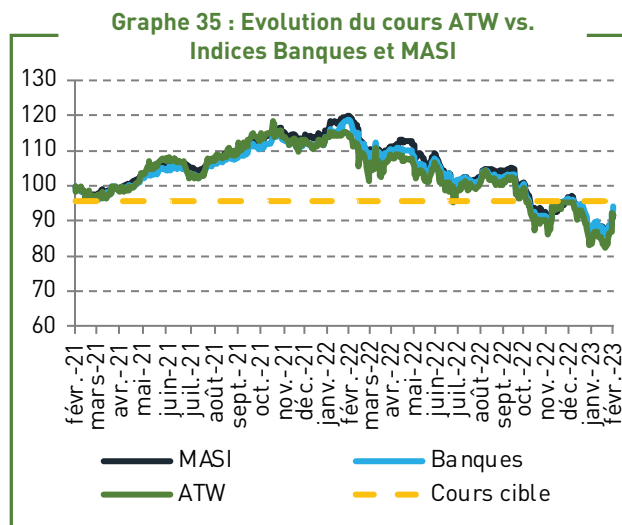
Parmi, les banques cotées, le groupe CDM présente les meilleurs ratios de valorisation. En effet, avec des niveaux de P/E et P/B de 11,5x et 1,0x respectivement en 2022e, le CDM bénéficie des niveaux de valorisation attractifs comparés aux moyennes du secteur, tout en ayant des fondamentaux solides.



Source : Etats financiers des banques, CDG Capital Insight

Attijariwafa Bank : Un groupe solide avec des ratios de valorisation attractifs

Recommandation : Conserver					
Cours cible : 412 MAD					
Potentiel : +4,2%					
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PNB	23,5	23,9	24,4	26,1	27,3
REX	10,7	6,2	9,5	11,0	11,8
RNPG	5,8	3,0	5,1	6,0	6,3



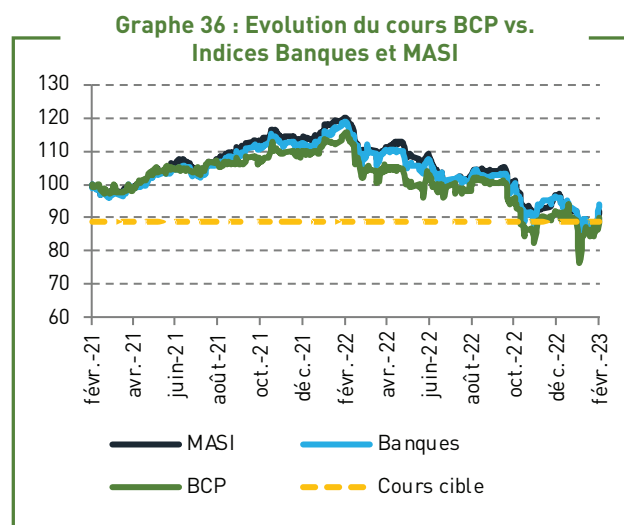
Source : CDG Capital Insight, Bourse de Casablanca, Etats financiers des banques

- Nous tablons pour l'année 2022e sur une hausse de 6,8% à 368,7 Mrd MAD des prêts et créances sur la clientèle, suite à l'augmentation de 6,7% de l'encours des crédits au Maroc et le soutien continu de l'Afrique subsaharienne. Par ailleurs, nous estimons une hausse de 6,2% des dettes envers la clientèle. Ainsi, le taux de transformation se situerait aux alentours de 91,1% à fin 2022e.
- Dans ce sillage, nous prévoyons un PNB de 26,1 Mrd MAD, soit une hausse de 7,1% par rapport à fin 2021. Cette amélioration traduit la bonne tenue de l'activité commerciale couplée à une légère amélioration du coût des ressources, qui devraient largement compenser la baisse limitée du résultat des activités de marché, comme en témoignent les résultats à fin septembre.
- Par ailleurs, nous anticipons une amélioration du coefficient d'exploitation qui devrait se situer à 45%. Le résultat brut d'exploitation devrait s'établir à 14,4 Mrd MAD, en progression de 10,0%.
- Au niveau des indicateurs de risque, nous prévoyons une légère amélioration de la qualité des engagements. Nous tablons sur un taux des créances en souffrance (créances classées dans le Bucket 3) à 8,0%. Aussi, le coût du risque devrait se situer aux alentours de 0,9% selon nos estimations à 3,4 Mrd MAD à fin 2022e.
- Au final, le résultat net part du groupe devrait afficher une hausse de 16,6% par rapport à l'exercice précédent à 6,0 Mrd MAD.
- La valorisation du groupe ATW sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 412 MAD, soit un potentiel de hausse de 4,2% par au cours de clôture du 09/02/2023. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous maintenons notre recommandation de conserver le titre « ATW » dans les portefeuilles.
- Nous notons aussi que la valeur se négocie à 14,2x sa capacité bénéficiaire en 2022e, inférieur à son niveau moyen historique sur les dix dernières années qui ressort à 15,2x, retraité de l'effet taux.

NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d'un risque systémique de hausse des taux

BCP: L'effet de rattrapage du coût du risque devrait atténuer l'impact du contrôle fiscal sur les résultats du groupe

Recommandation : Conserver					
Cours cible : 226 MAD					
Potentiel : -1,3%					
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PNB	17,8	19,3	20,1	19,9	21,1
REX	6,0	2,1	4,5	5,6	6,1
RNPG _{retraité}	3,0	1,2	1,8	2,3	2,5
RNPG	3,0	1,2	1,8	1,7	2,5



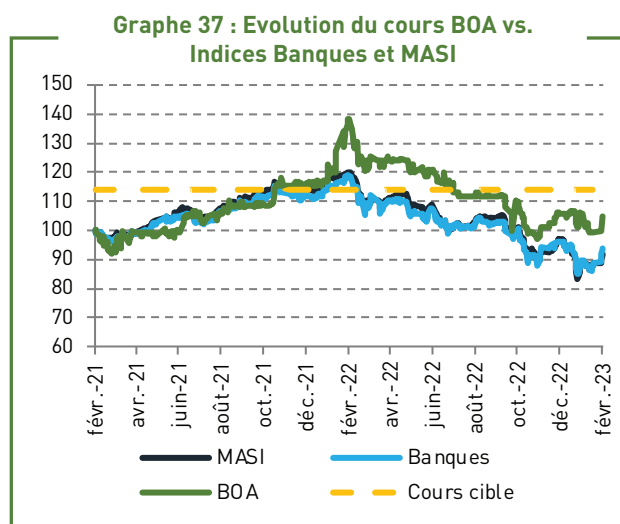
Source : CDG Capital Insight, Bourse de Casablanca, Etats financiers des banques

- A l'issue de la publication des résultats à fin septembre, nous tablons sur une légère baisse de 0,7% du PNB à 19,9 Mrd MAD. Cette diminution reflète essentiellement la baisse du résultat des activités de marché liée à l'impact de la hausse des taux sur l'activité Trading. Cette baisse a été atténué par la bonne tenue de l'activité d'intermédiation qui devrait se traduire par une augmentation de 5,3% et de 4,3% de la marge d'intérêt et de la marge sur commissions.
- Par ailleurs, suite à un effort de maîtrise de charges courant les neuf premiers mois et compte tenu de la baisse prévue du PNB, le coefficient d'exploitation devrait s'établir à 52,1% à fin 2022e. De ce fait, le résultat brut d'exploitation est prévu à 9,5 Mrd MAD à fin 2022e, en baisse de 5,1% par rapport à fin 2021.
- Au niveau des indicateurs de risque, nous tablons sur une baisse du coût du risque à 1,33% de l'encours brut, soit 3,9 Mrd MAD suite à la non récurrence de la provision constatée l'année dernière liée aux datations de paiement. Il demeure toutefois supérieur à sa moyenne historique, compte tenu de la poursuite des tensions sur les indicateurs de risque. En effet, les créances en souffrance (créances classées en Bucket 3) ont affiché une hausse de 3,7% au S1 2022, impliquant un taux d'impayé de 10,2% contre 10,3% à fin 2021.
- Au final, le résultat net part du groupe devrait s'établir à 2,3 Mrd MAD hors impact du contrôle fiscal contre 1,76 Mrd MAD à fin 2021.
- La valorisation du groupe sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 226 MAD, soit un potentiel de baisse de 1,3% par rapport au cours de clôture du 09/02/2023. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de conserver le titre « BCP ».
- Nous soulignons aussi que la valeur se négocie à 20,2x sa capacité bénéficiaire en 2022e hors impact du contrôle fiscal, soit un ratio supérieur à son niveau moyen historique sur les dix dernières années qui ressort à 17x, retraité de l'effet taux.

NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d'un risque systémique de hausse des taux

Bank Of Africa : La baisse de l'activité Trading pèse sur les résultats du groupe

Recommandation : Renforcer					
Cours cible : 184 MAD					
Potentiel : +9,4%					
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PNB	13,9	14,0	14,6	15,1	16,0
REX	3,6	1,7	3,7	4,3	4,9
RNPG	1,9	0,74	2,0	2,1	2,4



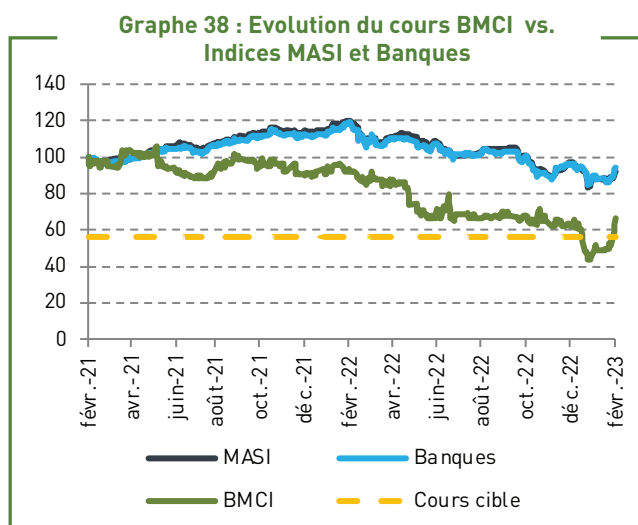
Source : CDG Capital Insight, Bourse de Casablanca, Etats financiers des banques

- Tenant compte d'une bonne tenue de l'activité commerciale, d'une quasi-stabilité de la marge sur intermédiation et d'une forte baisse du résultat des activités de marché, le produit net bancaire (PNB) du groupe devrait afficher une progression de 3,3% à 15,1 Mrd MAD au terme de l'année 2022e.
- Par ailleurs, nous anticipons une légère amélioration du coefficient d'exploitation qui devrait se situer à 53,2% et par conséquent, le résultat brut d'exploitation devrait s'établir à 7,1 Mrd MAD, en progression de 6,1%.
- Pour sa part, le coût du risque devrait afficher une baisse de 5,4% par rapport 2021, pour s'établir à 2,8 Mrd MAD, soit 1,26% de l'encours brut. Cette légère diminution traduit à notre sens, d'un côté, la politique anticipative sur la gestion des risques retenue ces deux dernières années. Et de l'autre côté, ceci reflète les tensions continues sur les indicateurs de risque du groupe. En effet, le taux d'impayé du groupe ressort à 9,7% à fin juin 2022, contre 9,3% à fin 2021. De son côté, le taux de provisionnement ressort en quasi-stabilité à 85%.
- Au final, le RNPG est prévu à 2,1 Mrd MAD en 2022e contre 2,0 Mrd MAD en 2021. Ainsi, la marge nette devrait se situer à 14,1%.
- La valorisation du groupe sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 184 MAD, soit un potentiel de hausse de 9,4% par rapport au cours de clôture du 09/02/2023. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de renforcer le titre « BOA ».
- Avec un niveau de PE de 16,6x en 2022e, le groupe traite à un niveau de valorisation largement inférieur à son niveau moyen historique qui s'établit à 23,7x, retraité de l'effet taux.

NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d'un risque systémique de hausse des taux

BMCI : L'alourdissement du coefficient d'exploitation continue de peser sur les résultats

Recommandation : Vendre					
Cours cible : 388 MAD					
Potentiel : -16,3%					
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PNB _(Mrd MAD)	3,1	3,1	3,0	3,0	3,3
REX	972,8	427,0	311,4	321,0	393,0
RNPG	605,0	155,5	167,1	152,5	180,2



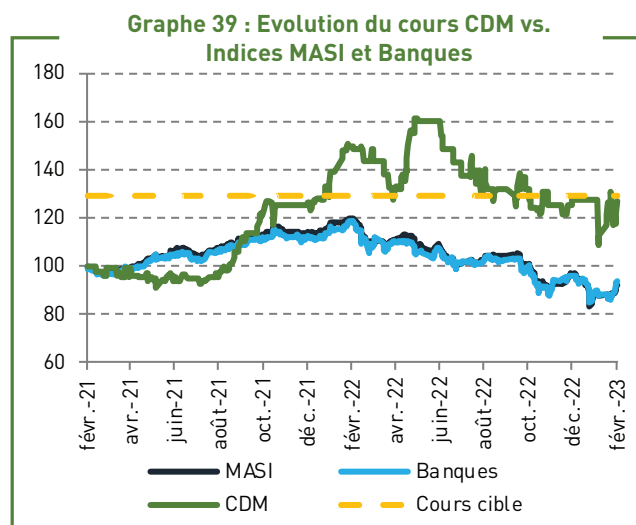
Source : CDG Capital Insight, Bourse de Casablanca, Etats financiers des banques

- A l'issue de la publication des résultats à fin septembre, nous tablons désormais sur une légère baisse de 0,4% du PNB du groupe à 3,0 Mrd MAD en 2022e. Ce repli traduit essentiellement la baisse de 1,1% de la marge d'intérêt.
- Par ailleurs, suite à l'effort d'investissement entamé par le groupe, notamment en IT, le coefficient d'exploitation devrait se maintenir à un niveau élevé aux alentours de 70% à fin 2022e, quoiqu'en légère baisse par rapport à 2021. De ce fait, le résultat brut d'exploitation devrait augmenter légèrement de 1,6% à 901,4 MMAD selon nos estimations.
- Tenant compte des tensions continues sur les indicateurs de risque, nous prévoyons une quasi-stabilité du coût du risque à 0,94%, soit de 580,4 MMAD en 2022e.
- Au final, le RNPG est prévu à 152,6 MMAD en 2022e contre 167,1 MMAD en 2021. Ainsi, la marge nette devrait se situer à 5,1%.
- La valorisation du groupe sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 388 MAD, soit un potentiel de baisse de 16,3% par rapport au cours de clôture du 09/02/2023.
- Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de vendre le titre « BMCI »
- Certes, le groupe bénéficie d'une structure financière solide. Toutefois, son activité est toujours sous pression. En effet, le PNB du groupe peine à renouer avec la croissance. Après avoir enregistré un TCAM de -0,3% sur les cinq dernières années (2016-2021), les revenus du groupe sont attendus en légère baisse pour 2022e. Aussi, la rentabilité du groupe devrait pâtir de l'alourdissement prévu du coefficient d'exploitation, comme en atteste les résultats à fin septembre.

NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d'un risque systémique de hausse des taux

CDM : Le groupe profite de son dynamisme commercial et sa gestion anticipative du risque

Recommandation : Conserver					
Cours cible : 607 MAD					
Potentiel : +1,7%					
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
PNB	2,40	2,38	2,46	2,60	2,76
REX	789,8	339,6	1061,5	989,1	813,5
RNPG	508,8	190,3	627,4	564,2	457,7



Source : CDG Capital Insight, Bourse de Casablanca, Etats financiers des banques

- CDM fait preuve d'un dynamisme commercial et continue de déployer plusieurs efforts pour le développement de son activité à travers son plan d'investissement TAJDID.
- Dans ce sens, nous tablons sur une hausse de 5,9% du PNB du groupe pour s'établir à 2,60 Mrd MAD. Cette progression traduit notamment une bonne tenue de la croissance des crédits et dépôts bancaires couplée à une quasi-stabilité de la marge d'intermédiation.
- Par ailleurs, le coefficient d'exploitation devrait s'élever à 54,6% à fin 2022e contre 54,3% en 2021 selon nos estimations tenant compte de l'impact des charges liées à leur programme d'investissement TAJDID. De ce fait, le résultat brut d'exploitation devrait augmenter de 5,1% à 1182 MMAD.
- Au niveau des indicateurs de risque, nous tablons sur un coût du risque à 193 MMAD à fin 2022e, en forte hausse par rapport à 2021 suite à la non récurrence d'une provision exceptionnelle d'un montant de 170 MMAD constatée l'année dernière. Le ratio coût du risque correspond donc à 0,38% de l'encours brut, soit un ratio qui demeure inférieur à la moyenne historique, traduisant la gestion anticipative du groupe retenue en 2020 pour faire face à la pandémie. De ce fait, le résultat d'exploitation devrait afficher une baisse de 6,8% à 989,1 MMAD.
- Au final, le RNPG est prévu à 564,2 MMAD en 2022e contre 627,4 MMAD en 2021, soit une baisse de 10,1%. Ainsi, la marge nette devrait se situer à 21,7%.
- La valorisation du groupe sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 607 MAD, soit un potentiel de hausse de 1,7% par rapport au cours de clôture du 09/02/2023. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de conserver le titre « CDM ».
- Avec des niveaux de PE et PB de 11,5x et 1,0x respectivement en 2022e, le groupe bénéficie des niveaux de valorisation attractifs comparés aux moyennes de l'échantillon national.

NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d'un risque systémique de hausse des taux



TELECOM : DES ENJEUX SECTORIELS DÉFAVORABLES POUR LE GROUPE MAROC TÉLÉCOM

VALEUR: MAROC TÉLÉCOM

COURS CIBLE : 100 MAD

RECOMMANDATION : CONSERVER

Le groupe Maroc Télécom fait face à un environnement fortement concurrentiel, des contraintes réglementaires et des mutations importantes qui devraient impacter les résultats du groupe.

En 2022e, nous tablons sur une poursuite de la baisse du chiffre d'affaires du groupe Maroc Télécom de -1,1% à 35,4 Mrd MAD. Par ailleurs, nous prévoyons une baisse de 21,4% du résultat opérationnel pour s'établir à 9,1 Mrd MAD à fin 2022e, tenant compte du montant de l'amende de 2,45 Mrd MAD et d'une amélioration de la marge brute qui devrait profiter de la baisse des terminaisons d'appel dans plusieurs pays.

Dans ce contexte, le cours boursier a connu une forte baisse de 28,6%⁶ depuis début 2022 contre une baisse de 19,8% du marché action. Ceci traduit à notre sens les différents enjeux auxquels le groupe fait face et aussi l'impact mécanique des hausses du taux directeur sur la valorisation.

Après cette forte baisse, la valeur se négocie actuellement à 30,1x sa capacité bénéficiaire en 2022e. Retraité des montants de l'amende et du contrôle fiscal, le ratio PE ressort à 14,7x, soit un niveau inférieur par rapport à sa moyenne historique sur les dix dernières années de 16,9x, hors effet taux.

Sur la base du modèle DCF, nous avons revu à la baisse notre cours cible à 100 MAD par action contre 126 MAD, publié en Juillet 2022. Cette différence provient essentiellement de l'impact des deux hausses des taux sur la valorisation du groupe.

Graphe 40 : Evolution du cours IAM vs. MASI

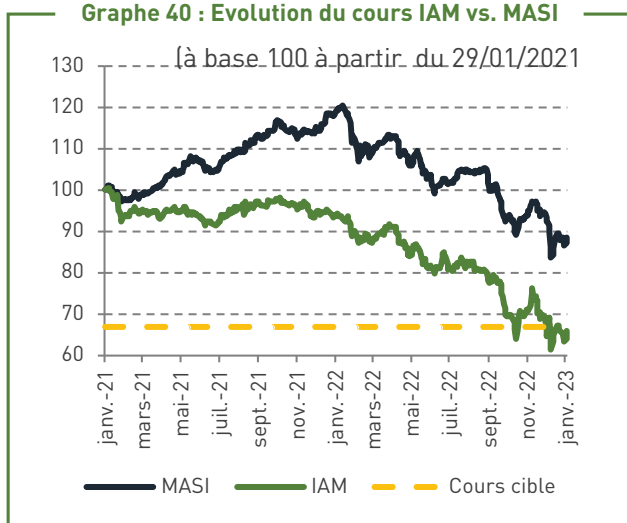


Tableau : Recommandation & cours cible

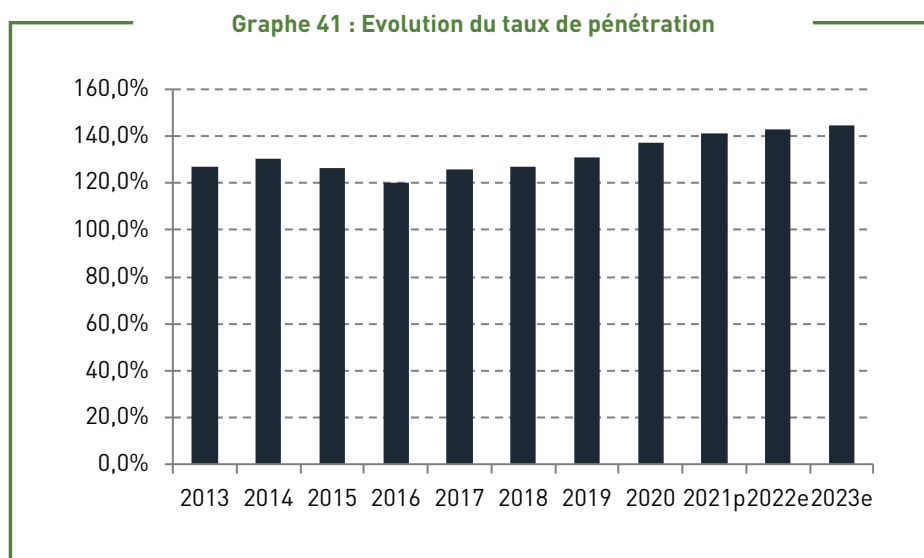
Valeurs	Recommandations	Ancien cours cible	Nouveau Cours cible
IAM	Conserver	126	100

⁶ Au 09/02/2023

Secteur Télécom : Le groupe Maroc Télécom fait face à plusieurs défis

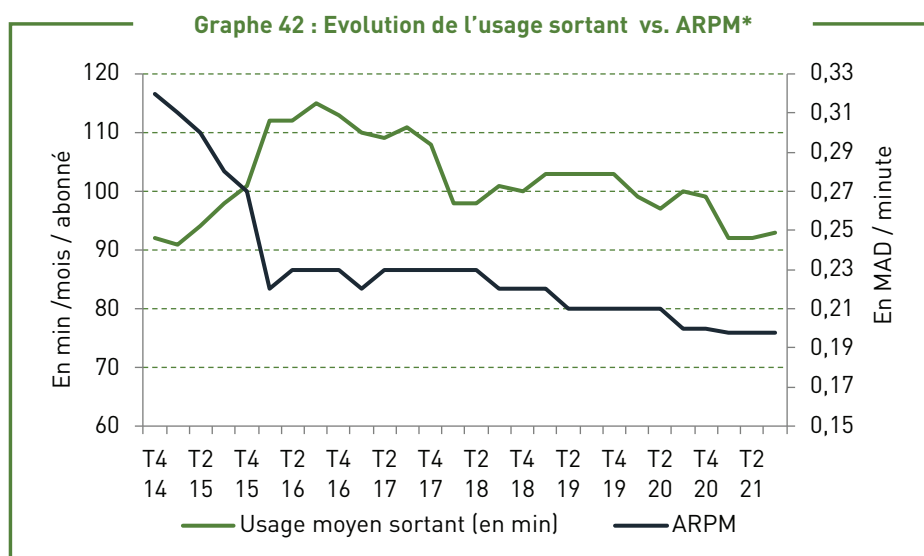
Une pression continue sur les revenus de la voix mobile

Compte tenu de la maturité du marché Mobile, nous tablons sur une légère augmentation du taux de pénétration à 143% en 2022e contre environ 141% en 2021. Par conséquent, le nombre de clients mobile s'établirait aux alentours de 52,4 millions d'abonnés, selon nos estimations. Une tendance qui devrait se poursuivre en 2023e, avec un taux de pénétration prévu à 144,8%.



Source : CDG Capital Insight, ANRT

L'usage moyen sortant de la téléphonie mobile, correspondant au nombre moyen de minutes consommées par abonné (y compris les roamers IN) par mois, s'élève à 93,4 minutes durant les neuf premiers mois de 2021, affichant une tendance baissière depuis 2017.



Source : CDG Capital Insight, ANRT

*ARPM : Average Revenue Per Minute

Ceci est lié à notre sens à l'essor que connaît l'utilisation des applications numériques gratuites, rendu possible grâce notamment à la forte hausse du taux d'équipement en Smartphones et le développement des réseaux mobiles 3G puis 4G.

Nous pensons aussi que la tendance baissière que connaît l'usage moyen de la téléphonie mobile concerne principalement les flux de trafic à l'international. Ces flux sont à notre sens les plus affectés de par leur tarif élevé.

A l'avenir, nous pensons que les opérateurs continueraient à être confrontés à cette baisse de l'usage sortant liée au développement continu de la Data mobile.

L'environnement fortement concurrentiel que connaît le secteur mobile au Maroc ainsi que la baisse des terminaisons d'appels instaurés par l'Agence Nationale de Réglementation des Télécommunications (ANRT) contribuent au recul des prix de la communication. Le prix à la minute est passé de 0,21 MAD en moyenne en 2020 à 0,198 MAD au T3 2021, soit un repli de 3,4%.

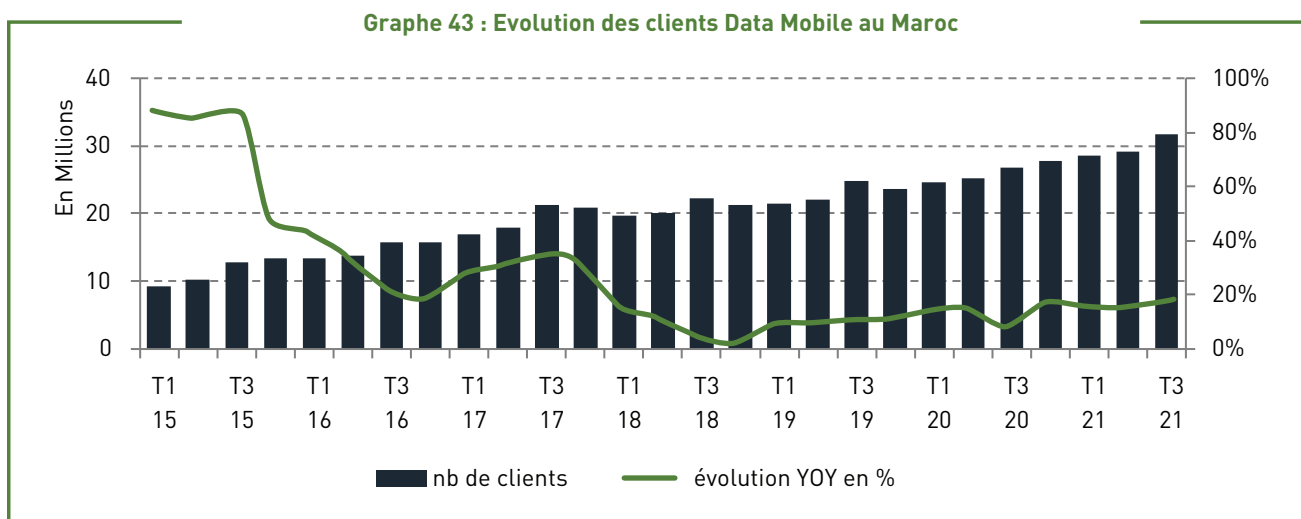
Suite à la dernière baisse des terminaisons d'appel appliquée en avril 2022e, nous envisageons pour cette année une poursuite de la baisse des prix et une quasi- stabilité pour l'année 2023e.

Une bonne tenue de la Data mobile

Les opérateurs ont pu développer rapidement les services Data, qui représentent un nouveau relai de croissance, en investissant dans l'infrastructure nécessaire.

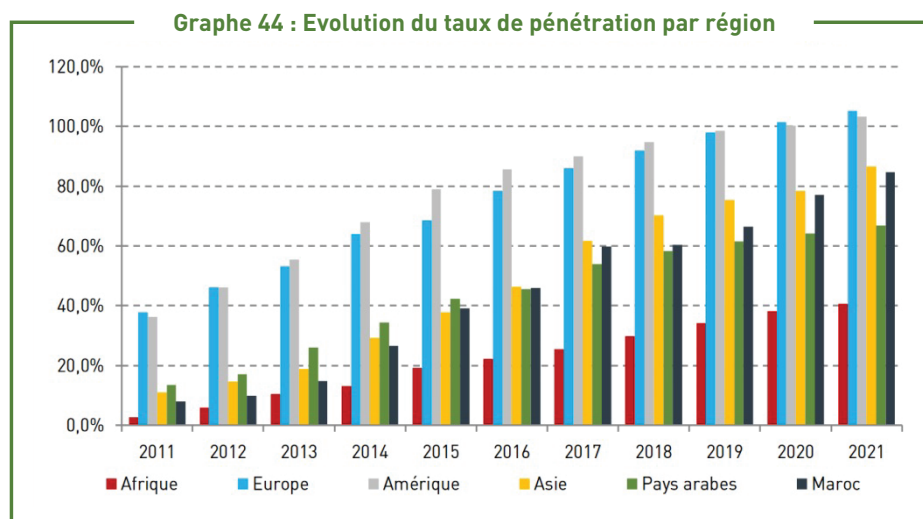
Dans ce sens, le nombre de clients Data est passé de 15,8 millions d'abonnés à fin 2016 à 31,7 millions d'abonnés au T3 2021, soit un TCAM d'environ 15%.

Cette dynamique de croissance qu'a connue le parc d'abonnés s'est traduite par une accélération de la pénétration de la Data Mobile au Maroc. En effet, le taux de pénétration ressort à 86,5% au T3 2021 contre 39,1% à fin 2015.



Source : CDG Capital Insight, ANRT

Nos perspectives demeurent favorables vu que le taux de pénétration demeure inférieur aux pays développés. Dans ce sens, nous tablons sur un taux de 89,7% à fin 2022e (soit environ 62,7% des clients mobiles) et à 94,7% en 2023e. Nous pensons qu'il y a toujours un potentiel de croissance dans ce segment vu que le taux de pénétration demeure inférieur à celui pays développés. Il ressort à 103,3% en Amérique et 105,3% en Europe à fin 2021, selon les statistiques de l'IUT.



Source : CDG Capital Insight, ANRT, IUT

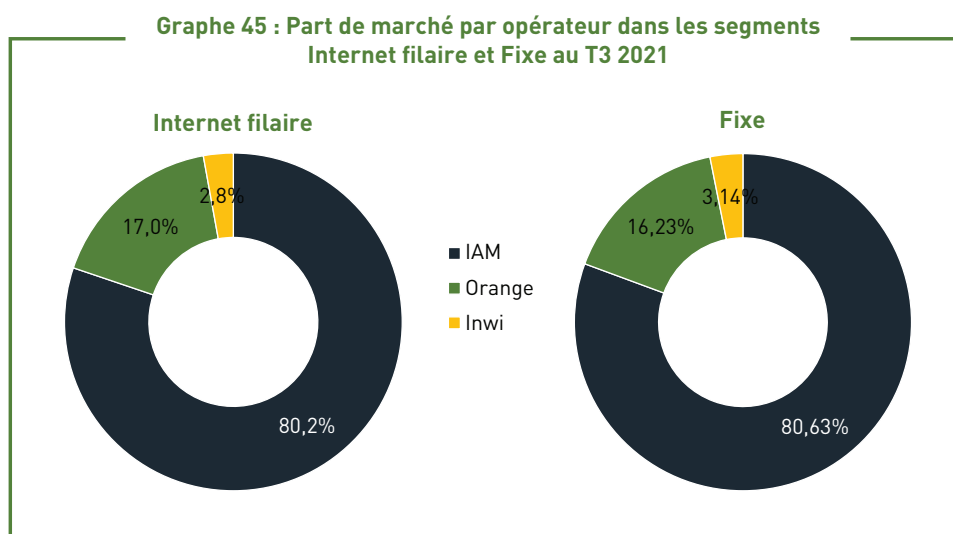
Les revenus Data devraient bénéficier aussi du développement de l'usage. Nous estimons la consommation par mois au Maroc aux alentours de 4 Go alors qu'elle s'est située à une moyenne de 11,78 Go pour les pays d'Amérique du nord et une moyenne de 11,34 Go pour les pays de l'Europe de l'ouest.

Ceci est possible grâce notamment à la forte hausse du taux d'équipement en Smartphones. En effet, selon les statistiques de GSMA, l'utilisation des smartphones continue à augmenter rapidement en Afrique globalement, atteignant 50 % du total des connexions en 2020 grâce notamment à l'arrivée d'appareils moins chers.

Fixe et Internet filaire : les opérateurs face au défi du dégroupage

Sur les segments Fixe et internet filaire, l'opérateur Maroc télécom continue de conserver le quasi-monopole, en dépit de la décision du régulateur d'instaurer le dégroupage des réseaux Internet fixes. Il s'agit de permettre aux concurrents de Maroc Télécom de louer les infrastructures de l'opérateur historique afin de commercialiser leurs propres offres ADSL.

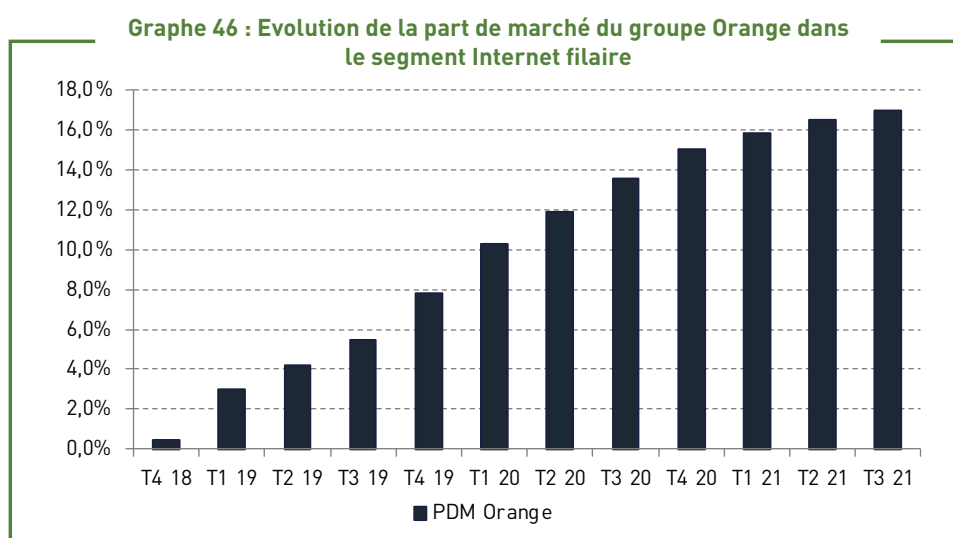
Nous notons tout de même une montée en puissance du groupe Orange sur le segment internet filaire avec notamment le développement de sa fibre optique. La part de marché de ce dernier est passée de 0,4% à fin 2018 à 17% au T3 2021.



Source : CDG Capital Insight, ANRT

Au titre des neuf premiers mois de 2021, le groupe Maroc Télécom présente des résultats peu satisfaisants par rapport à ses concurrents. Il a enregistré une hausse de seulement 31 000 abonnés par rapport au T3 2020 contre une augmentation de 185 000 clients pour le secteur, soit une part de marché nouveaux clients de seulement 16,9%.

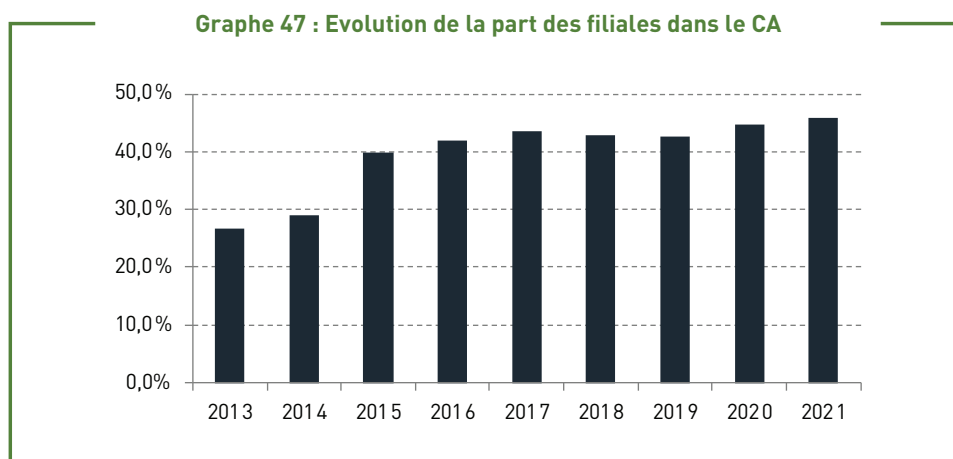
Une tendance qui devrait à notre sens se poursuivre à moyen terme dans l'optique d'une généralisation du dégroupage et qui pourrait s'accompagner par une baisse des prix.



Source : CDG Capital Insight, ANRT

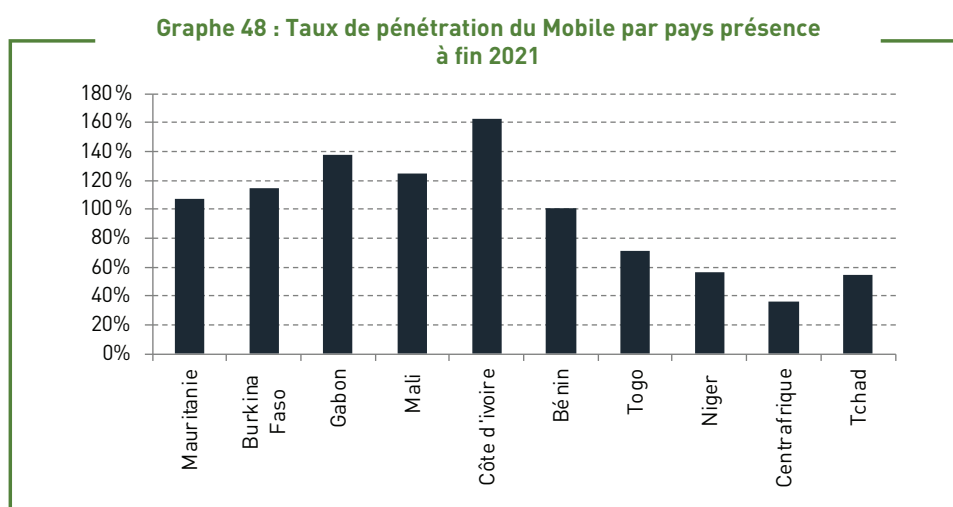
Un soutien continu mais contraint des filiales subsahariennes

L'ouverture à l'international du groupe Maroc Télécom se traduit par une présence dans 10 pays. Cette politique d'expansion et de diversification de sources de revenus a permis d'augmenter la part de l'activité à l'international dans les principaux agrégats du groupe, celle-ci ressort à 45,9% du CA à fin 2021.



Source : CDG Capital Insight, Etats financiers du groupe IAM

Globalement, nous pensons que le continent africain continuerait à offrir un potentiel important. Avec une population jeune, des perspectives économiques globalement prometteuses et des taux de pénétration qui demeurent relativement bas (estimée à 82,7% pour la région d’Afrique selon les statistiques de l’IUT), certains marchés africains représentent toujours une aubaine pour les opérateurs Télécoms.



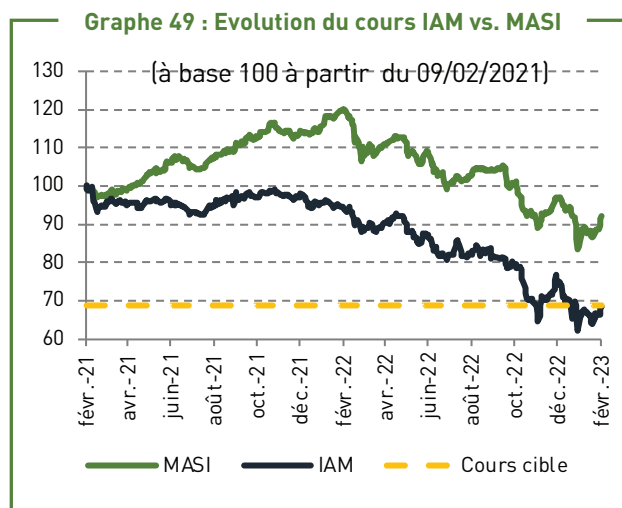
Source : CDG Capital Insight, Agences de réglementation Télécom des filiales

Par ailleurs, le continent africain est considéré comme particulièrement fertile pour l’innovation technologique et dans ce sens nous assistons aujourd’hui à un développement significatif de la Data Mobile, où l’équipement en Smartphones continue à augmenter rapidement en Afrique. Par conséquent, les revenus provenant des filiales africaines bénéficieraient du bon essor de la Data Mobile.

Toutefois, les tensions concurrentielles, les contraintes réglementaires liées notamment à la baisse des terminaisons d’appel et la pression des régulateurs sur la qualité de service et l’identification des clients, pourraient continuer à limiter l’évolution du CA à l’international.

Maroc Télécom : Une année 2022e difficile pour le groupe

Recommandation : Conserver					
Cours cible : 100 MAD					
Potentiel : 0,3%					
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
CA	36,5	36,8	35,8	35,4	36,1
REX	8,2	12,0	11,6	9,1	11,8
RNPG	2,7	5,4	6,0	2,9	6,1



Compte tenu des différents enjeux auxquels le secteur fait face, nous prévoyons une légère baisse de 1,1% du CA du groupe à fin 2022e. Ce recul se décline comme suit :

- **Activité mobile au Maroc :** Le CA de l'activité mobile nationale devrait reculer de 5,5% en 2022e pour s'élever à 11,6 Mrd MAD, suite à une baisse de 6,1% de l'ARPU mixte à 45,9 MAD.
- **Activité fixe au Maroc :** Selon nos estimations, le CA devrait enregistrer une légère hausse de 1,2% durant la prochaine année, grâce à l'amélioration du CA Data fixe (+6,6%) qui profite du développement du réseau FTTH.
- **Filiales sub-sahariennes :** Les contraintes réglementaires notamment la baisse des terminaisons d'appel et la pression concurrentielles, devraient freiner l'évolution du CA à l'international. Dans ce sens, nous tablons sur une croissance de 0,8% du CA à l'international.

Par ailleurs, nous tablons sur une baisse de 21,4% du résultat opérationnel pour s'établir à 9,1 Mrd MAD à fin 2022e, tenant compte du montant de l'amende de 2,45 Mrd MAD et d'une amélioration de la marge brute qui devrait profiter de la baisse des terminaisons d'appel dans plusieurs pays. Au final, le RNPG devrait s'établir à 2,9 Mrd MAD tenant compte d'un montant de 600 MMAD du contrôle fiscal, soit une marge nette de 8,2%.

Sur la base du modèle DCF, notre valorisation du groupe Maroc Télécom ressort à 100MAD par, soit un potentiel de hausse de 0,3% par rapport au cours du 09/02/2023. En se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de « Conserver » la valeur Maroc Télécom.

La valeur se négocie à 30,1x sa capacité bénéficiaire en 2022e. Retraité des montants de l'amende et du contrôle fiscal, le PE ressort à 14,7x, soit un niveau inférieur par rapport à sa moyenne historique sur les dix dernières années de 16,9x, hors effet taux.

NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d'un risque systémique de hausse des taux



BTP : DES OPPORTUNITÉS D'ACHAT EN DÉPIT D'UNE CONJONCTURE NÉGATIVE

Valeurs	Recommandations	Cours cible
LHM	Alléger	1325,1
CIMAR	Renforcer	1424,8
SID	Achat	687,7

Exécutive Summary

Le secteur du BTP ne fait pas exception pas au contexte économique que connaît le pays cette année. En effet, les entreprises opérant dans le secteur cotées à la bourse de Casablanca ont perdu courant l'année 2022 -34,98% contre une baisse du marché de seulement 19,75%.

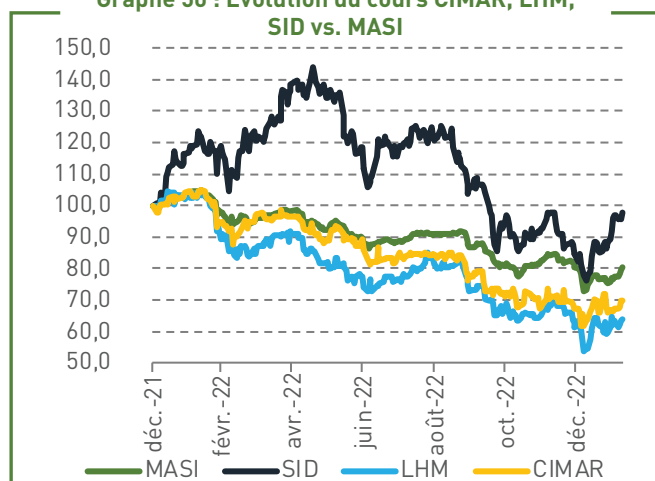
Pour le début de l'année 2023e, le secteur afficherait en toute vraisemblance une activité en repli. Cette baisse de l'activité est due au risque accru de récession à l'international, une campagne agricole qui démarre avec un retard des précipitations, et des coûts de construction élevés résultant du contexte inflationniste.

L'ensemble de ces éléments nous poussent à être prudents quant à l'évolution de la valorisation des opérateurs opérant dans le secteur du BTP. Dans ce contexte, nous avons revu nos cours cible à la baisse par rapport à notre dernière publication « 2022, le secteur BTP à l'épreuve de plusieurs défis- Juillet 2022 » en réponse principalement à l'évolution récente des ventes de ciments (baisse de 10,6% à fin décembre 2022 alors que nous prévoyons un repli de 3,5% pour toute l'année) et la hausse du taux directeur.

Seul le groupe Sonasid fait exception. Nous avons en effet revu à la hausse la valorisation du groupe et ce suite au démarrage de la production de la fibre d'acier à partir du second semestre de l'année 2022.

Il est vrai que les perspectives du secteur pour l'année à venir sont négatives, néanmoins certaines entreprises affichent une résilience, grâce à leurs stratégies de diversification ou encore au contexte inflationniste. Ainsi, après la forte baisse des cours depuis le début de l'année 2022 (-28,4% pour CimENTS du Maroc et -2,9% pour Sonasid vs marché en baisse de -19,4%) et la résilience qu'ont affichée les groupes en dépit d'un contexte de ventes baissiers (+ 1,4% du chiffres d'affaires pour cimENTS du Maroc et 25% pour Sonasid au T3 2022 contre une baisse des ventes de cimENTS au Maroc de -8,3%), la valorisation actuelle laisserait place à une appréciation des titres +7,2% pour cimENTS du Maroc et 14,2% pour Sonasid (par rapport au cours du 09/02/2023).

Graph 50 : Evolution du cours CIMAR, LHM, SID vs. MASI



Source : Bourse de Casablanca, CDG Capital Insight

Tableau : Recommandation & cours cible

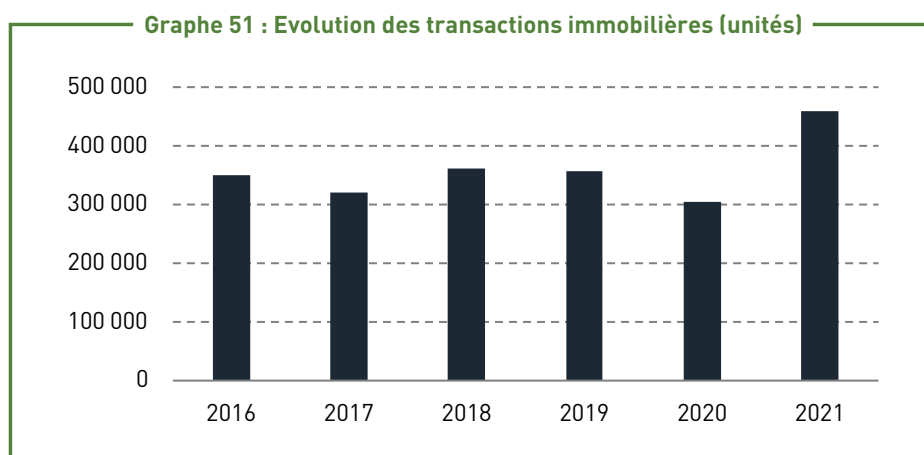
	Recommandation	Ancien cours	Nouveau cours
LHM	Alléger	1696,4	1325,1
CIMAR	Renforcer	1665,3	1424,8
SID	Achat	673,5	687,7

Source : Bloomberg

Secteur BTP : L'industrie BTP à l'épreuve de plusieurs défis

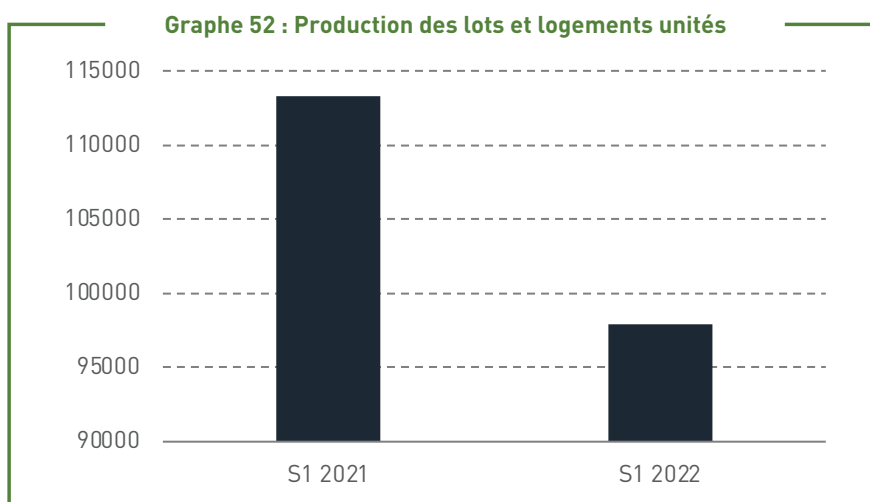
Le secteur immobilier devrait faire face à des vents contraires

L'année 2021 a battu tous les records en termes de statistiques immobilières : 459 766 transactions immobilières ont été enregistrées en 2021, soit une hausse de 51% comparé à 2020 et de 29% comparé à l'année 2019.



Source : ANCCF, CDG Capital Insight

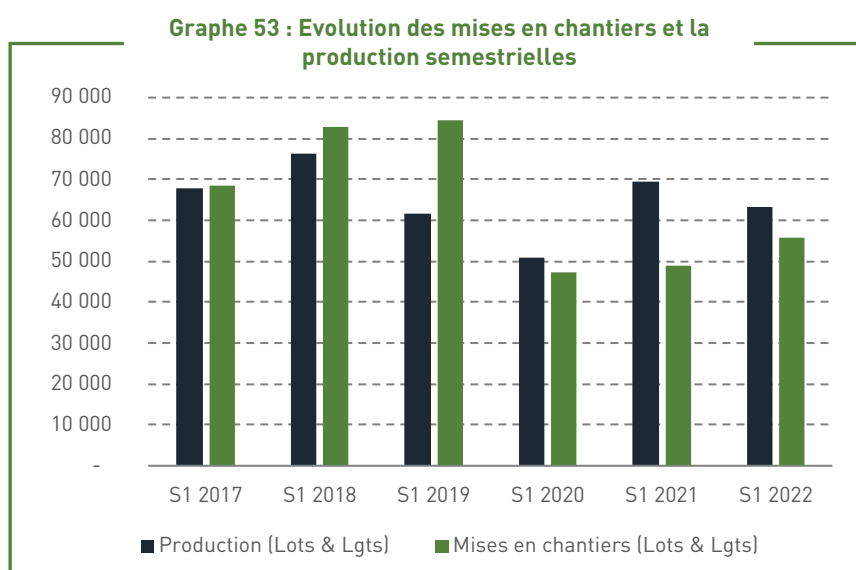
Plusieurs raisons pourraient expliquer ce boom sans précédent, le report des ventes de 2020 (année de confinement) sur 2021, la prolongation de l'exonération et la réduction des droits d'enregistrements relatifs à l'acquisition d'un bien immobilier, et enfin l'attrait des taux immobiliers. L'année 2023 devrait toutefois marquer la fin de cet engouement, suite à des perspectives économiques moroses comme en témoigne la baisse des mises en chantier des unités de 13,6% au S1 2022 comparé au S1 2021.



Source : MHPV, CDG Capital Insight

La guerre en Ukraine et les niveaux élevés d'inflation, conjugués au redressement des taux d'intérêt et le ralentissement économique, ont créé d'énormes défis pour le secteur immobilier au Maroc. En effet, durant l'année 2022 le secteur immobilier a été confronté à des problèmes de chaîne d'approvisionnement, à une augmentation des coûts de constructions et à des coûts de financement plus élevés.

Ainsi, la construction de logements au Maroc a baissé au S1 2022, principalement en raison des contraintes de la chaîne d'approvisionnement et de l'inflation des coûts. Selon les derniers chiffres publiés par le ministère d'habitat, la production en logements et lots a chuté de 8,8% comparé au S1 2021.



Source : MHPV, CDG Capital Insight

Pour l'année 2023, nous pensons que les tensions seraient moins fortes pour certains produits en raison de la baisse de la demande à l'étranger et du repli des coûts de l'énergie.

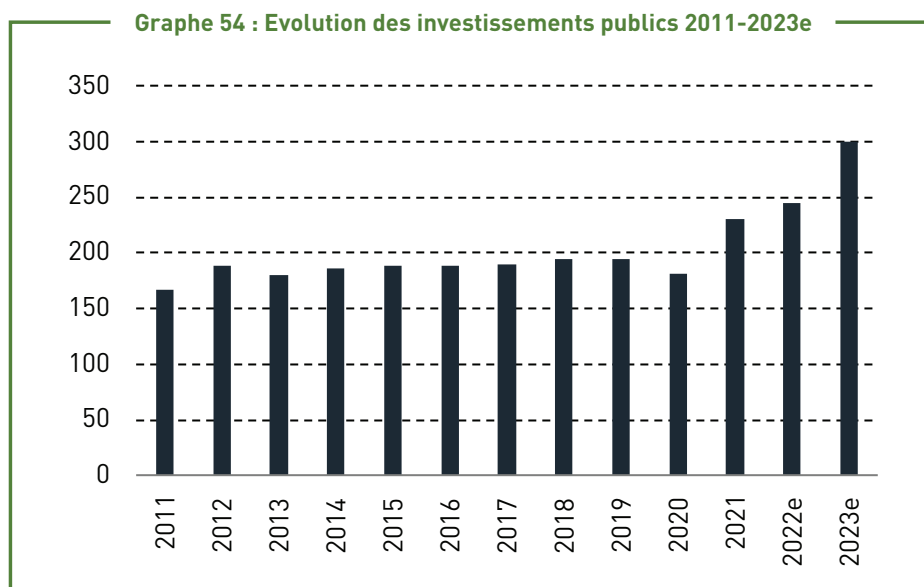
L'allègement de la chaîne d'approvisionnement permettrait une croissance de la production de la construction, néanmoins l'inflation vécue ces deux dernières années pourrait continuer à affecter l'industrie dans son ensemble au cours de l'année à venir.

L'industrie de la construction pourrait continuer à ressentir les effets de la hausse des prix de l'acier, du ciment, du bois et du carburant. En conséquence, l'industrie pourrait connaître des retards dans l'achèvement des projets, une augmentation des coûts de construction et une réduction des marges bénéficiaires.

Du côté de la demande, nous relevons des inquiétudes concernant la demande des ménages. Cette préoccupation est due aux impacts de la hausse persistante de l'inflation sur les revenus réels des ménages et de la hausse des taux d'intérêt qui devraient impacter les dépenses des consommateurs, freinant ainsi le rythme de la progression de la demande potentielle en logements.

La hausse du budget d'investissement devrait compenser partiellement la faible demande du secteur immobilier

Le secteur infrastructure devrait être le principal moteur de la croissance de la construction en 2023. En effet, les orientations du projet de loi de finances reposent sur plusieurs axes dont la relance de l'économie à travers le soutien de l'investissement. Dans ce sens, le PLF prévoit une augmentation de 22,4% du budget d'investissement soit un montant de 300 Mrds MAD.

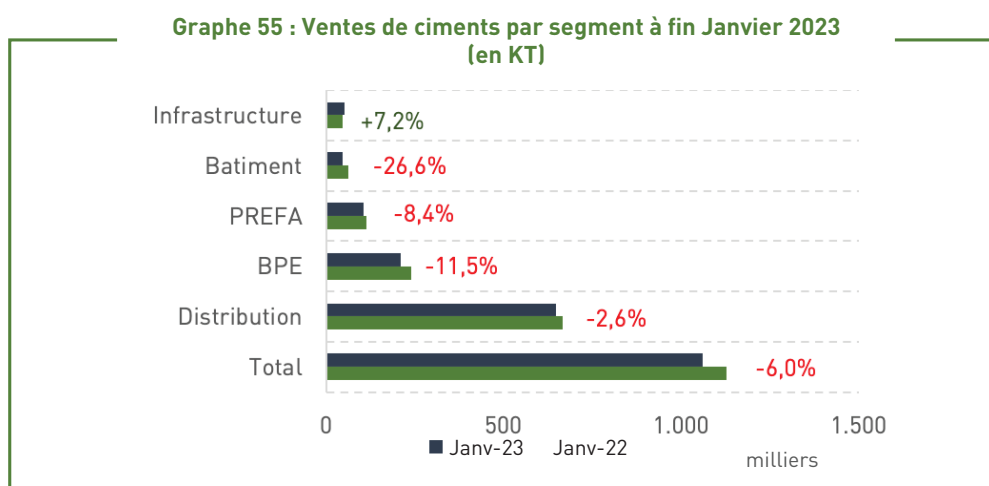


Source : Budget Citoyen – Projet de loi de Finances 2023, CDG Capital Insight

Le budget d'investissement pour l'année 2023 devrait être réparti entre :

- Le budget de l'Etat (Budget Général, Compte spéciaux du Trésor et SEGMA) avec 107,5 MMDH ;
- Le Fonds Mohammed VI pour l'investissement avec 45 MMDH;
- Les établissements et entreprises publics avec 140,5 MMDH ;

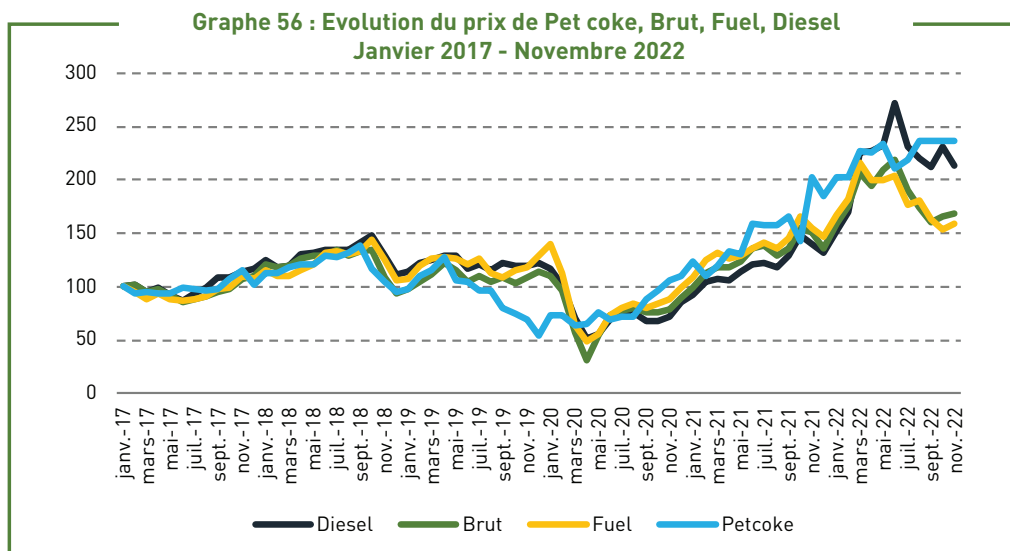
L'année 2023 à l'instar de l'année 2022 serait marquée par le lancement de plusieurs projets de grande envergure opérant dans différents secteurs. Ces chantiers devraient compenser partiellement la faible demande en logement, comme en témoignent l'augmentation des ventes de ciments du segment infrastructures de 7,2% à fin janvier 2023.



Source : MHPV, CDG Capital Insight

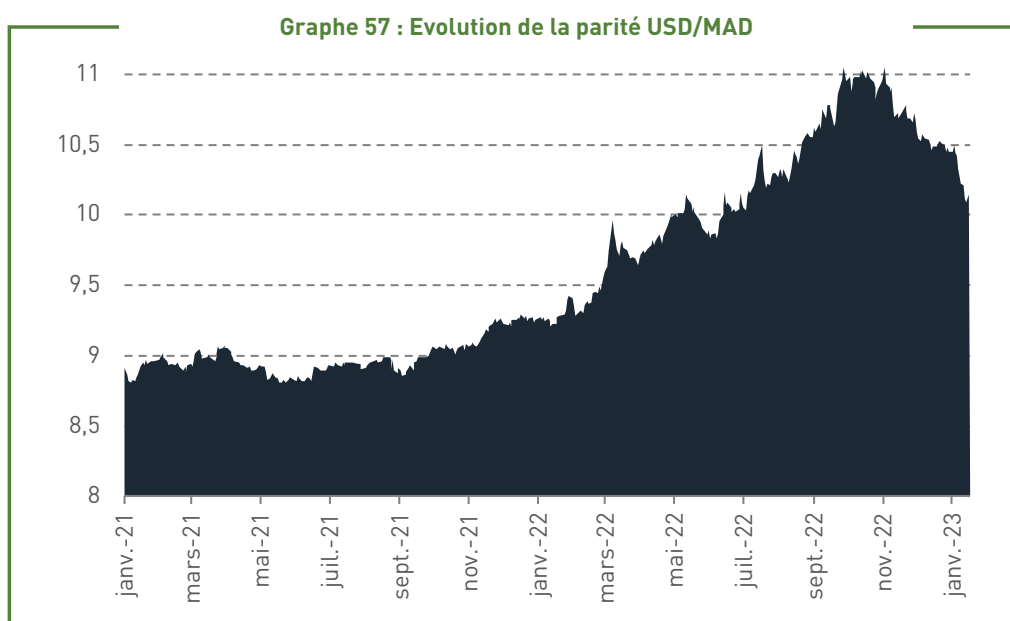
Les tensions géopolitiques impactent les coûts de l'industrie

En raison des tensions géopolitiques dans le monde, le prix des intrants ont fortement augmenté durant l'année 2022. Ainsi, le prix moyen du coke de pétrole s'est apprécié de 45,2% à fin Octobre 2022 comparé à la même période en 2021. Par ailleurs, le prix moyen du Fuel a augmenté de 33,2% à mi-novembre 2022 comparé à la même période en 2021.



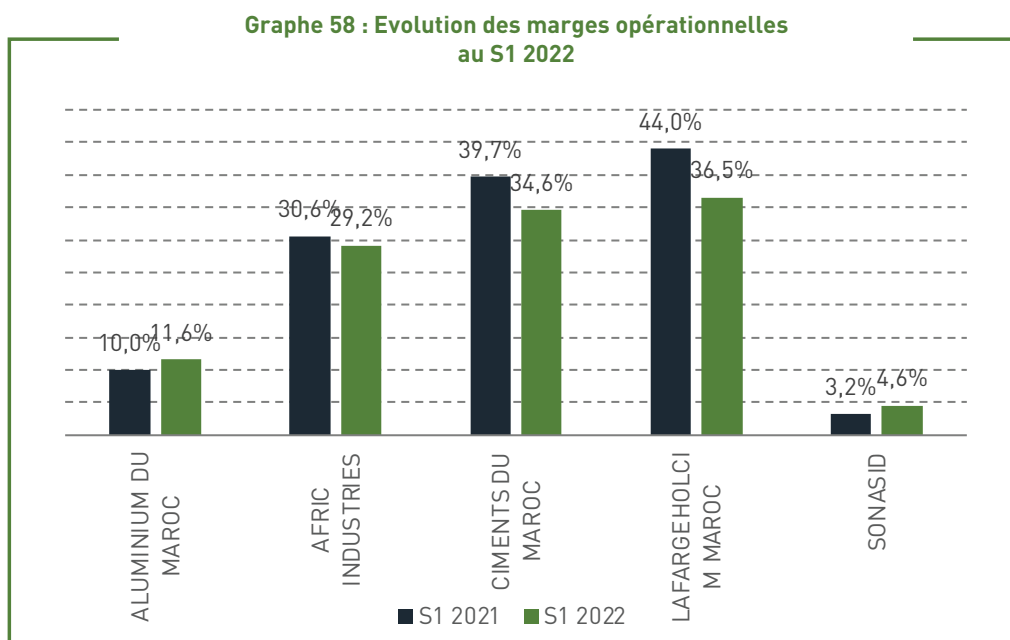
Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

La parité USD/MAD a atteint en moyenne durant l'année 2022 un taux de 10,16 soit une hausse de 13,1% comparé à 2021. De ce fait, vu que les prix des combustibles et du fret sont libellés en dollars, la hausse des coûts des matières premières devrait être alourdie par la hausse de la parité USD/MAD.



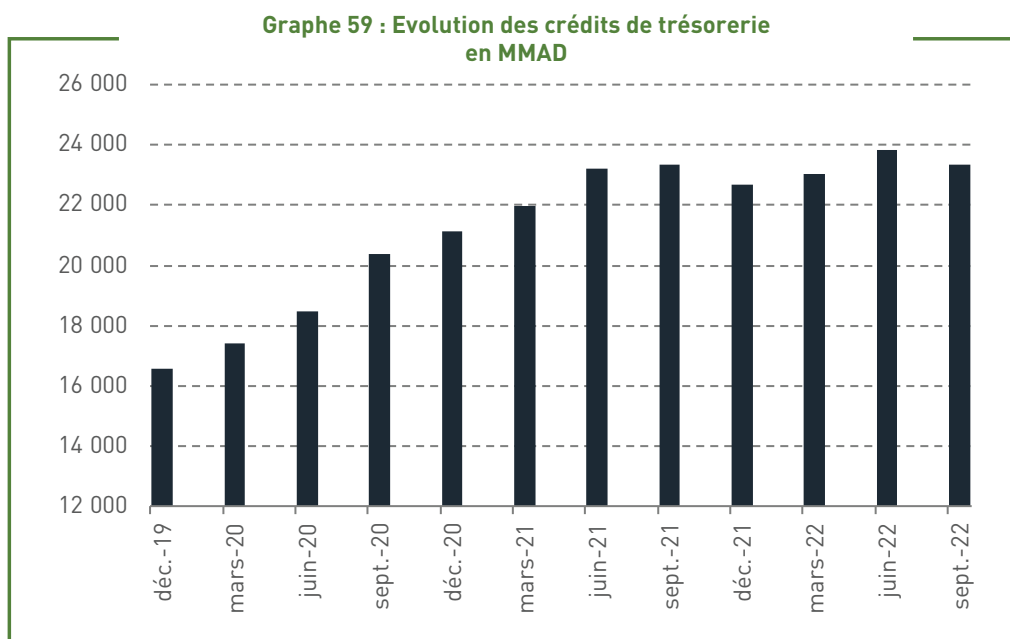
Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

Dans ce contexte d'inflation des prix, la plupart des sociétés opérant dans le secteur BTP ont enregistré une détérioration des marges au cours du premier semestre 2022, et ce en raison de la hausse du coût de pet coke, du dollar et du fret.



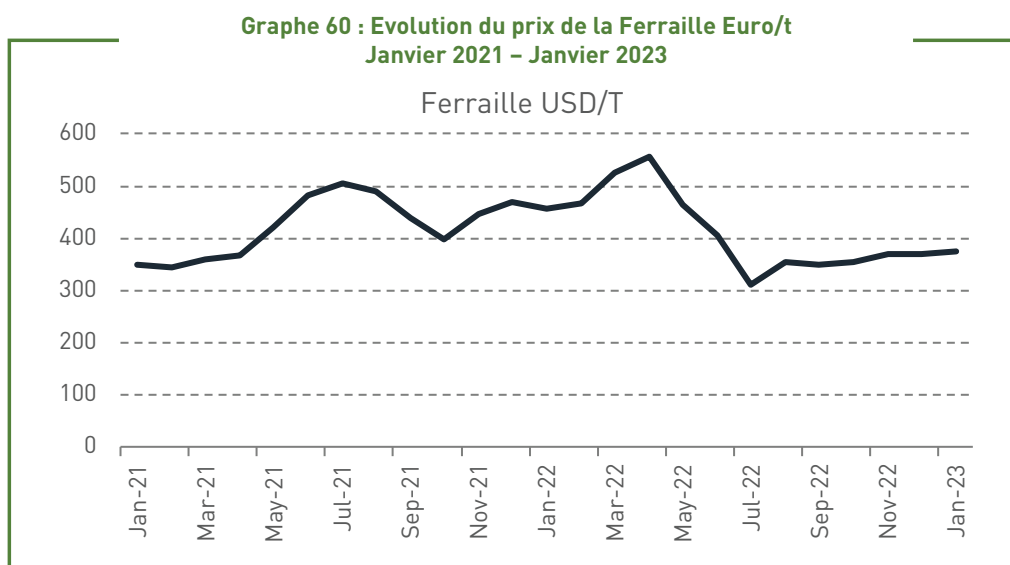
Source : AMMC, CDG Capital Insight

Nous estimons que cette période d'inflation des coûts des intrants devrait légèrement se calmer en 2023. Selon Bloomberg, le prix du Brent devrait se situer à un niveau de 87,5 USD/bbl soit une baisse de 12,5%. Néanmoins, les prix resteraient toujours à des niveaux élevés mettant ainsi la pression sur la trésorerie des entreprises. Rappelons que les crédits de trésorerie ont augmenté de 41% depuis décembre 2019 pour atteindre 23,3 Mrds MAD à fin septembre 2022.

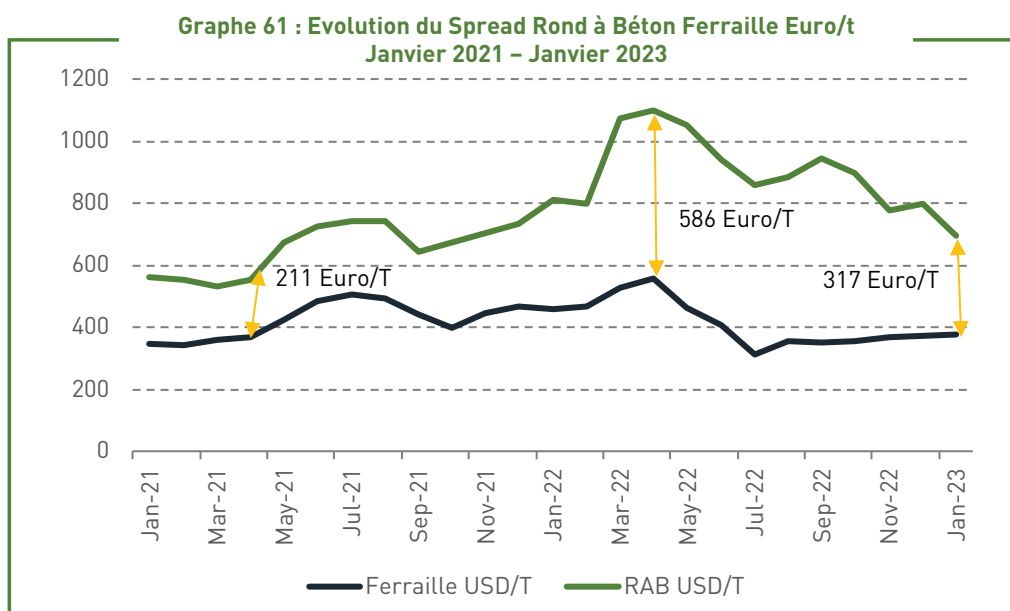


Source : BKAM, CDG Capital Insight

La ferraille représente le principal coût de production d'acier, soit en moyenne 70% des coûts relatant à l'aciérie. La bonne nouvelle de 2022 devrait venir également des coûts. En effet, courant l'année 2022, les prix de la ferraille ont atteint un niveau de 375 Euro/T contre 419,4 EUR/T un an auparavant soit une légère baisse de -0,6%. Ainsi, nous pensons que, grâce à la forte augmentation des prix des aciers longs et la stabilité voire légère baisse des coûts de la ferraille, les marges des sidérurgistes devraient s'améliorer cette année.



Source : Bloomberg, CDG Capital Insight



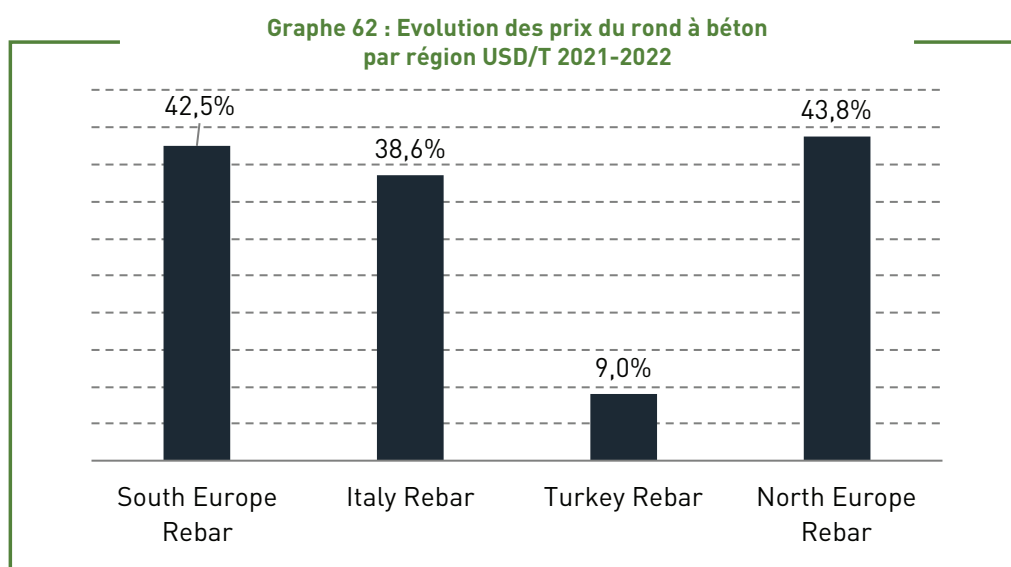
Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

Les prix devraient chuter au début de 2023 en raison des perspectives économiques négatives à court terme.

Durant les dernières années, la hausse des prix de vente de ciment et celle du rond à béton a souvent été tirée soit par une baisse des taux d'utilisation, ou par une forte inflation des coûts de l'énergie principalement le pet coke.

En 2022, tous les producteurs de matériaux de construction ont été confrontés à une forte hausse des coûts des intrants en raison du fort renchérissement du pet coke, du fuel et du Diesel. Dans ce sens, les producteurs de ciment ont augmenté leurs prix de près de 4% afin de compenser l'inflation des coûts et la baisse des volumes.

En parallèle, les prix d'acier ont continué sur la même tendance que celle entamée en 2021. En effet, alors que l'attention s'est tournée vers le conflit entre la Russie et l'Ukraine (qui représenteraient ensemble près de 5% de la production d'acier du marché mondial en 2021), les prix de l'acier ont fortement augmenté courant cette année.



Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

Pour l'année 2023 nous pensons que les prix d'acier devraient légèrement baisser suite à des perspectives de demande d'acier plus faible en raison d'une croissance mondiale en berne et de la récession du secteur immobilier chinois.

En outre, le niveau d'inflation toujours élevé et la hausse des taux d'intérêt affecteraient négativement la demande d'acier en 2023. Toutefois, les projets d'infrastructure découlant des investissements publics devraient compenser la baisse et contribuer à stimuler la demande.

Par ailleurs, la Chine est confrontée à la plus grande épidémie de Covid depuis le début de la pandémie, impactant ainsi le rythme de production des industries, élément qui n'arrange évidemment pas la situation de la demande. Outre l'impact de la Covid 19, le marché immobilier, premier consommateur d'acier en Chine reste très faible.

En effet, le secteur immobilier de la Chine représente près de 40 % de sa consommation d'acier. Ce secteur en crise depuis plus d'un an en raison du durcissement continu des mesures relatives au logement dans toute la Chine.

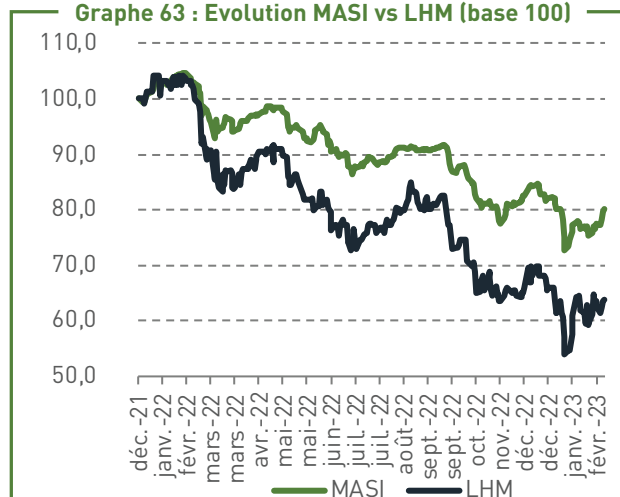
Rappelons, qu'en novembre 2022, le gouvernement chinois a annoncé un plan (16-point plan) pour sauver le secteur immobilier du pays. Les mesures du nouveau plan stratégique visent notamment à encourager les banques à prêter aux promoteurs immobiliers et à l'assouplissement des exigences en matière d'acompte pour les acheteurs de maisons.

LafargeHolcim – Une entreprise solide, ayant la capacité de dégager des marges importantes en dépit d'une tendance baissière

Tableau : Principaux indicateurs financiers

Recommandation : Alléger					
Cours cible : 1325,1 MAD					
Potentiel : -5,7%					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
CA	7,85	6,98	8,19	8,01	7,98
REX	3,15	3,07	3,49	3,15	3,17
RN	1,70	1,49	2,01	1,62	1,63

Graphe 63 : Evolution MASI vs LHM (base 100)



Source : Bourse de Casablanca, CDG Capital Insight

- Compte tenu d'un effet prix positif, et un effet volume négatif, le groupe LafargeHolcim devrait réaliser des revenus d'environ 8,0 Mrds MAD soit une baisse de 2,1%.
- Suite à la flambée des coûts et dans une moindre mesure à la baisse des volumes, le groupe devrait afficher un EBITDA de 3,9 Mrds MAD en baisse de 6,1% soit une marge de 48,6%. Notons toutefois, que la hausse des coûts devrait être partiellement compensée par l'utilisation accrue de combustibles alternatifs et l'appréciation des prix de ventes.
- Nous considérons LafargeHolcim comme une entreprise solide, jouissant d'une situation financière saine, et ayant la capacité de dégager des marges importantes en dépit d'un trend baissier des ventes de ciments.
- En se basant sur les méthodes DCF, nous obtenons un cours objectif de 1325,1MAD/action soit un potentiel de baisse de 5,7%*.
- Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous changeons notre recommandation de Renforcer à Alléger le titre « LafargeHolcim » dans les portefeuilles.

* "Par rapport au cours du 09/02/2023

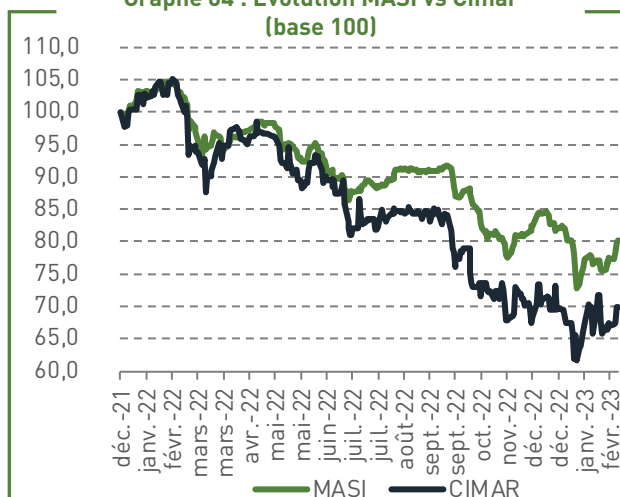
NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d un risque systémique de hausse des taux

Cimar : Le groupe dispose d'un relais de croissance lui permettant de contrecarrer les replis du marché local

Tableau : Principaux indicateurs financiers

Recommandation : Renforcer					
Cours cible : 1424,8 MAD					
Potentiel : +7,2%					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
CA	3,99	3,70	4,15	4,20	4,28
REX	1,48	1,35	1,62	1,65	1,71
RN	1,07	0,70	1,19	1,02	1,02

Graph 64 : Evolution MASI vs Cimar (base 100)



Source : Bourse de Casablanca, CDG Capital Insight

- Compte tenu d'un effet prix positif, et un effet volume positif (grâce principalement aux exportations de clinker), le groupe Ciments du Maroc devrait réaliser des revenus de 4,2 Mrds MAD soit une hausse de 1,4%.
- Suite à la flambée des coûts le groupe devrait afficher un EBITDA de 1,9 Mrds MAD en hausse de 0,4% soit une marge de 45,4%. Notons toutefois, que la hausse des coûts devrait être partiellement compensée par l'utilisation accrue de combustibles alternatifs et l'appréciation des prix de ventes.
- Ciments du Maroc présente la plus forte capacité de génération de cash-flow du secteur (FCF/CA de 35,8% sur les quatre derniers exercices contre 24,4% pour le secteur coté).
- Par ailleurs, le groupe dispose d'un relais de croissance lui permettant de contrecarrer les replis du marché local, ainsi en dépit d'un repli des ventes à l'échelle nationale, le groupe a pu réaliser des revenus en hausse à fin septembre 2022 grâce principalement à l'export du clinker.
- En se basant sur les méthodes DCF, nous obtenons un cours objectif de 1424,8 MAD/action soit un potentiel de hausse de 7,2%*.
- Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous maintenons notre recommandation de Renforcer le titre « Ciments du Maroc ».

* "Par rapport au cours du 09/02/2023

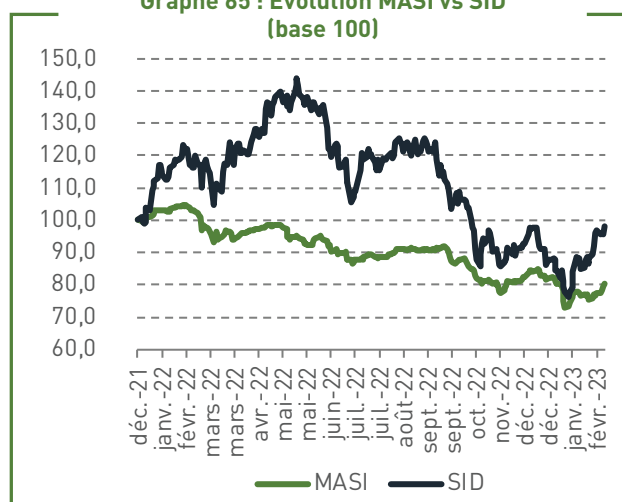
NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d un risque systémique de hausse des taux

Sonasid : Le groupe devrait présenter un business model défensif, et une valorisation attractive à moyen terme.

Tableau : Principaux indicateurs financiers

Recommandation : Acheter					
Cours cible : 687,7 MAD					
Potentiel : +14,2%					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
CA	3,62	3,15	4,49	5,04	5,05
REX	0,23	-0,02	0,17	0,16	0,27
RN	-0,41	-0,00	0,11	0,18	0,18

Graphe 65 : Evolution MASI vs SID (base 100)



- En dépit d'un contexte de demande sans élan, d'une concurrence acharnée, le leader de rond à béton devrait réaliser des ventes en hausse suite à une progression des prix de vente.
- En effet, nos perspectives concernant les prix d'acier long restent favorables cette année. Nous prévoyons que ces prix continueront de rester au-dessus des niveaux affichés en 2021 et contribueront à la rentabilité opérationnelle des sidérurgistes marocains en 2022.
- Dans ce sillage, le groupe Sonasid devrait réaliser un chiffre d'affaires de 5,0 Mrds MAD en progression de 12,2%, et un EBITDA de 455,8 MMAD en hausse de 34,1%.
- Par ailleurs, le groupe Sonasid a annoncé une nouvelle orientation stratégique, qui consiste à produire des aciers longs spéciaux. Ainsi, selon le management, « Le second semestre sera marqué par la mise en production de la fibre d'acier, nouveau produit à haute valeur ajoutée et véritable relai de croissance ». Ce marché (d'aciers longs spéciaux) se caractérise par des prix élevés traduisant une plus forte valeur ajoutée que les aciers longs traditionnels. Ainsi, en se positionnant sur un marché à haute valeur ajoutée, le groupe devrait présenter un business model défensif, et une valorisation attractive à moyen terme.
- En se basant sur les méthodes DCF, nous obtenons un cours objectif de 687,7MAD/action soit un potentiel de hausse de 14,2%*.
- Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous changeons notre recommandation de « Conserver » le titre « Sonasid » à « Acheter ».

* "Par rapport au cours du 09/02/2023

NB : Nous avons utilisé un taux sans risque prospectif de 4,5% compte tenu d'un risque systémique de hausse des taux

ANNEXE BILAN DE L'ANNÉE 2022

MASI : Une année morose pour la cote casablancaise

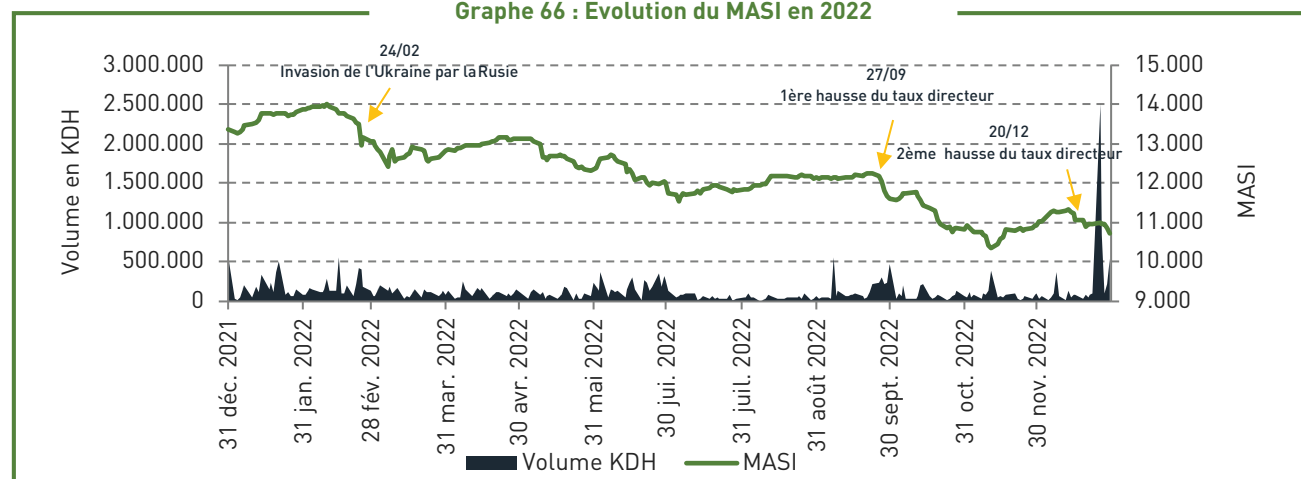
L'année 2022 a été marquée par une série d'événements qui a eu un impact négatif sur les différents marchés financiers :

- L'annonce de la guerre en Ukraine au début d'année 2022, qui a provoqué une dégradation de l'environnement géopolitique, entraînant ainsi des conséquences économiques très importantes, en particulier l'accélération de l'inflation des produits énergétiques et des produits alimentaires.
- Afin de lutter contre la hausse des prix à la consommation, les différentes banques centrales ont répondu vigoureusement par une hausse des taux directeurs.

Au niveau national, le marché actions marocain a clôturé l'année 2022 sur une note baissière, soit un repli de 19,75% à 10720.25pts :

- Le MASI avait débuté l'année sur une note haussière et a touché à son plus haut le 10 février (+4,74% en YTD). Après cette date, le marché marocain a entamé sa phase baissière après le déclenchement de la guerre en Ukraine le 24 février.
- L'indice phare de la Bourse de Casablanca a poursuivi sa régression, en réponse à plusieurs facteurs dont : la dégradation des perspectives économiques nationales combinée à une faible campagne agricole 2021/22, et le contexte mondial inflationniste aggravé par les tensions géopolitiques.
- Sur les deux mois juillet et août, le marché marocain a connu une certaine accalmie dans un contexte des fêtes religieuses et des vacances estivales.
- Face à une inflation galopante, Bank al Maghrib a relevé le 27 septembre 2022, pour la première fois de cette année son taux directeur de 50pbs. De ce fait, le marché actions s'est inscrit sur une tendance baissière, qui s'est maintenue avec l'annonce du 2ème relèvement du taux directeur le 20 décembre 2022 de 50pbs à 2,50%.

Graphe 66 : Evolution du MASI en 2022

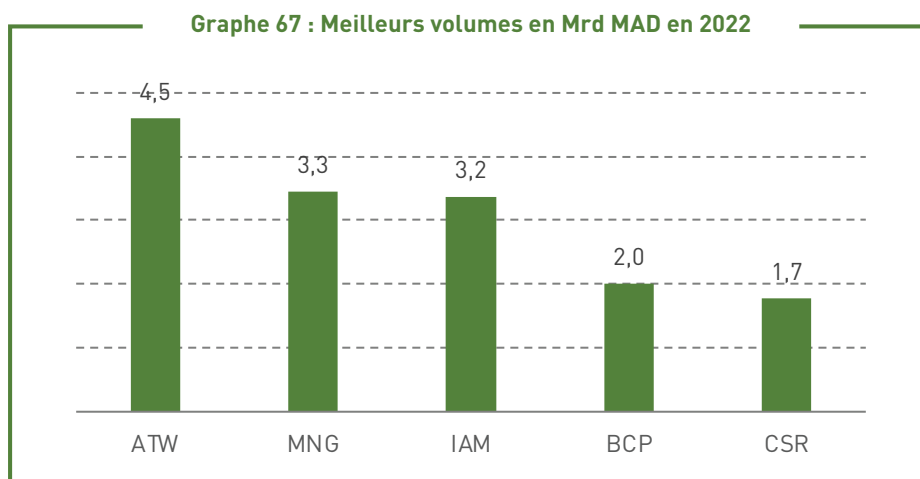


Source : Bloomberg, CDGK Insight

Notons que le marché central a traité un volume de 32,3 Mrd MAD en 2022, contre 40,8 Mrd MAD en 2021, soit un repli de 20,3%.

Les valeurs ATW, MNG, IAM, BCP et CSR ont été les plus actives avec des volumes respectifs de 4,5Mrd MAD, 3,3 Mrd MAD, 3,2 Mrd MAD, 2,0 Mrd MAD et 1,7MrdMAD.

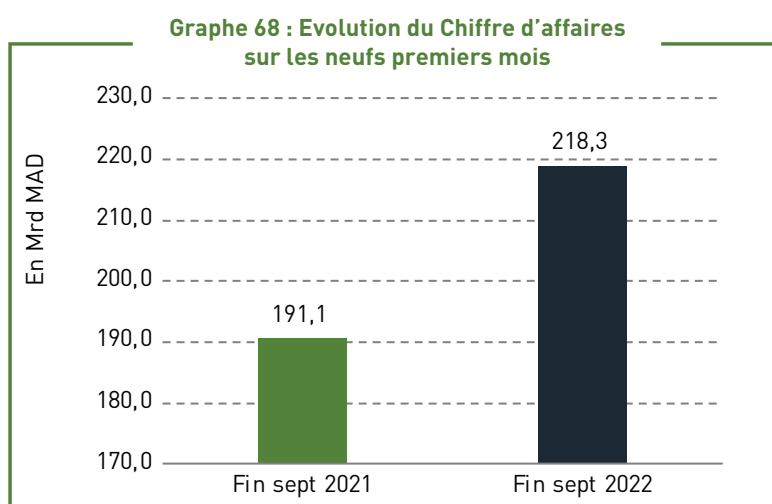
En termes de performances, les plus fortes baisses ont été enregistrées par les valeurs BCI, ADH, MOX, LHM et EQD, soit : -45,2%, -40,8%, -39,4%, -38,6% et 37,7% respectivement. Tandis que la valeur MNG a affiché la plus forte hausse annuelle, soit +61,15%.



Source : BVC, CDGK Insight

Revenus : L'activité continue de profiter de l'inflation des matières premières

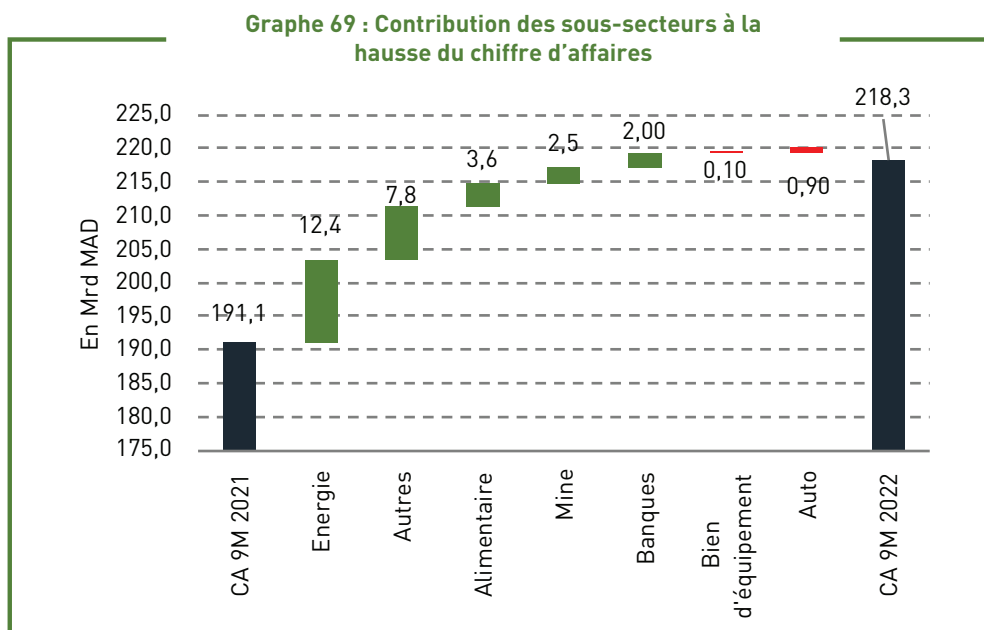
- Le chiffre d'affaires publié à fin septembre 2022 des sociétés cotées à la bourse de Casablanca, ressort en hausse de 14,2% se situant à 218,3 Mrd MAD. Une évolution tirée particulièrement par les secteurs énergie, alimentaire et mines.



Source : AMMC, CDGK Insight

- Le secteur énergie a réalisé des revenus en hausse de l'ordre de 12,4 Mrds MAD, soit un accroissement de 62,1% comparés à fin septembre 2021. Le groupe TotalEnergies Maroc a vu ses revenus passer de 8,98 Mrd MAD à 14,8 Mrd MAD. Le groupe continue de profiter d'un effet « volume et prix » favorable suite à la hausse des prix internationaux des produits pétroliers.
- Le secteur alimentaire a réalisé un chiffre d'affaires de 16,4 Mrds MAD, soit une progression de 28,1%.
 - Sous l'impact de la forte hausse des prix matières premières à l'international depuis le début d'année, couplée à une hausse des volumes des ventes, Lesieur Cristal a enregistré une amélioration de 43% de son chiffre d'affaires à 5,2 Mrd MAD.
 - Le groupe sucrier Cosumar a marqué une progression de ses revenus de 1,1 Mrd MAD à fin septembre 2022. Une évolution portée spécialement par la croissance du chiffre d'affaires à l'export. Les ventes se sont situées à 570KT à fin septembre 2022, contre 483KT à la même période de l'année passée.
- Le secteur Mines a affiché un chiffre d'affaires de 8,3 Mrds MAD, soit une croissance de 42,6%. Le secteur a profité de la hausse des cours des métaux à l'international, couplée à un effet volume et un effet de change favorable. Le Chiffre d'affaires du groupe Managem s'est amélioré de 2,3 Mrd MAD à 7,4 Mrd MAD. Cette évolution positive a été marquée par la consolidation des productions des métaux précieux et des métaux de base, ainsi qu'une baisse des cours du cuivre qui a été compensée par l'appréciation de la parité de change USD/MAD de 15%.

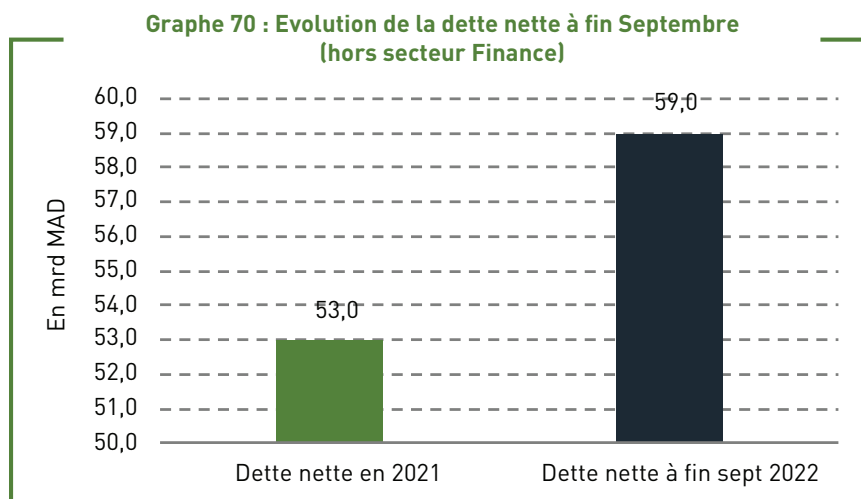
- Toutefois, les revenus ont été impactés par la baisse des ventes du secteur Automobile de 896,4 MDH. Cette diminution est la conséquence du recul du marché automobile national à fin septembre 2022 (-8,15%), couplé à la baisse de disponibilité des véhicules consécutive à la pénurie des semi-conducteurs.



Source : AMMC, CDGK Insight

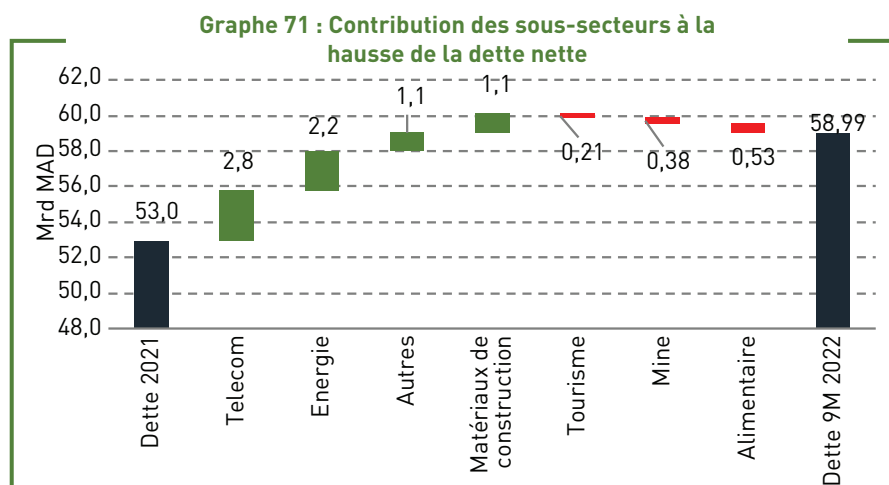
Endettement net : La dette nette augmente de 11,3% à fin septembre 2022

- L'endettement net des constituants à fin septembre 2022 (hors secteur Finance) s'est situé à 59,0 Mrd MAD, en hausse de 11,3% par rapport à fin 2021.



Source : AMMC, CDGK Insight

- Les secteurs Telecom, Energie et matériaux de construction ont vu leur dette augmenter de 2,8 Mrd MAD, 2,2 Mrd MAD et 1,1 Mrd MAD respectivement.
 - La hausse de la dette nette de l'opérateur Maroc Telecom coïncide avec le paiement du montant de l'astreinte prononcée par l'ANRT de l'ordre de 2,45 Mrd MAD.
 - L'endettement net d'Afriquia Gaz est passé de 1919,6MDH à fin septembre 2022, contre 152,5MDH à fin 2021.
 - LafargeHolcim Maroc a affiché une dette nette en hausse de 20% à 5,99 Mrd MAD par rapport à fin 2021.

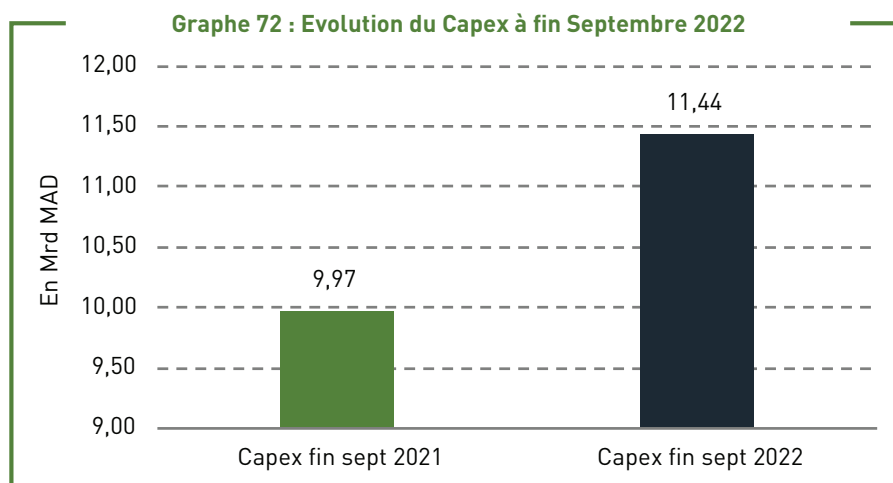


Source : AMMC, CDGK Insight

- Retraité de ces trois valeurs, l'endettement net affiche une hausse d'uniquement 1,4%.
- Toutefois, la baisse de la dette des sous-secteurs Alimentaire & Mines a atténué l'augmentation de la dette nette globale, avec des montants respectifs 526MDH et 377,8MDH.

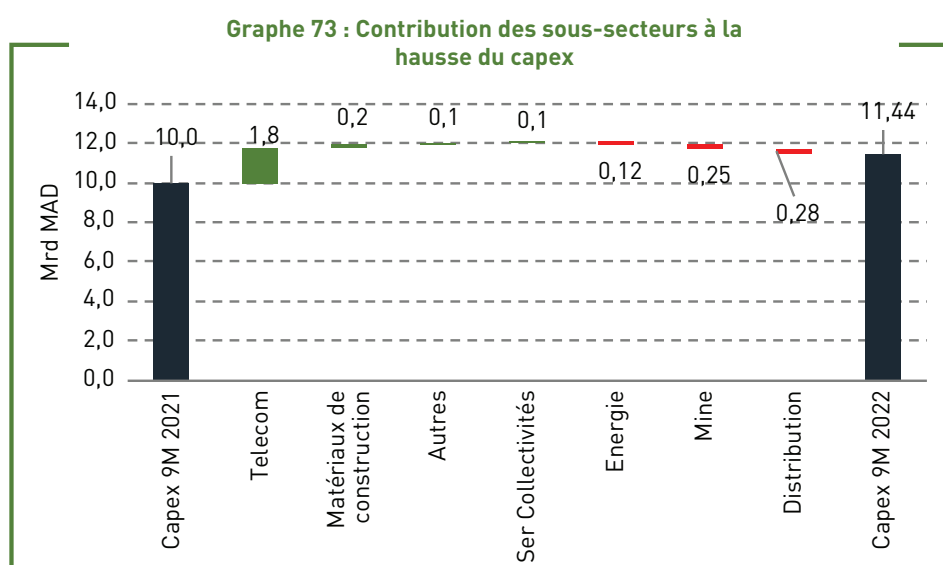
Investissement : Hors IAM, l'enveloppe des investissements baisse de 5,4%

- Les compagnies qui ont publié leurs investissements (Hors Finance) à fin septembre 2022, ont affiché une hausse de 14,7% à 11,4 Mrd MAD par rapport à septembre 2021.



Source : AMMC, CDGK Insight

- Une amélioration qui est due à la hausse du CAPEX du secteur Télécoms de 1,8Mrd à 3,7 Mrd MAD. L'opérateur IAM maintient sa politique d'investissement efficiente qui lui permet d'accompagner le développement des usages dans tous les marchés où il opère.
- Hors Maroc Telecom, le CAPEX de la place boursière aurait baissé de 5,4%.
- Cependant, cette hausse a été limitée par la baisse du CAPEX des secteurs Distribution & Mines de respectivement 284,6MDH et 246,8MDH. Les investissements du groupe Managem ont baissé de 15% par rapport à septembre 2021, suite à l'achèvement des travaux de construction de la mine de Tri-K.



Source : AMMC, CDGK Insight

- Les sociétés cotées ayant publié leur CAPEX (hors secteur Finance) ont affiché un ratio Capex/CA de 9,0% contre 9,7% à fin septembre 2021, soit une baisse de 0,7pts.

CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

Directeur Insight

Radouane SIDKY

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

Recherche Macroéconomique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima Zahra BENJDYA

fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI

sarah.grili@cdgcapital.ma

Casablanca, Maroc
Tel : 05 22 23 97 12

SYSTEME DE RECOMMANDATION

CDG Capital Insight se base pour les recommandations sur son échelle de recommandation et attribue désormais un système de recommandation aux valeurs cotées sur la Bourse de Casablanca en utilisant une échelle de «A», «B», «C», «D», «E».

Cette notation va permettre aux investisseurs d'utiliser CDGK rating comme un outil parmi d'autres pour leurs choix d'investissement dans le marché actions.

À noter que CDG Capital Insight ne couvre pas l'ensemble des valeurs cotées en bourse, de ce fait, nos recommandations ne concerneront que notre univers de couverture.

Ratings	Prévisions pour les 12 prochains mois	Rendement global (plus-value + dividende)
A	Acheter	>+10%
B	Renforcer	5% < > 10%
C	Conserver	-5% < > 5%
D	Alléger	-10% < > -5%
E	Vendre	< -10%

Avertissement

CDG Capital maintient une relation d'affaires avec certaines sociétés couvertes par cette publication.

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Insight. 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 insight.

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 insight 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 insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier son partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.