

AFRIQUIA GAZ, INITIATION DE COUVERTURE -CONSERVER-



**UNE COMPAGNIE DISPOSANT DE
BEAUX FONDAMENTAUX**

Données sur AFG

Cours au 18/12/2019: 4000 MAD

Cours cible: 3859 MAD

Date d'introduction en Bourse: 03-Mai-1999

Opinion d'investissement: Conserver

Capitalisation au 18/12/2019: 13 461 MMAD

Flottant : 21,8%

Nombre de titres: 3 437 500

Bloomberg Ticker: GAZ MC Equity

Secteur de l'entreprise

Le secteur de la distribution du GPL (gaz pétrole liquéfié) est une filière de distribution de deux produits issus du raffinage/distillation du pétrole brut à 40% ou de l'extraction du gaz naturel à 60%: **le Butane et le Propane**. Que ce soit en bouteilles, en citernes, ou encore en vrac, les gaz butane et propane sont disponibles et accessibles sur tout le territoire à travers les services d'approvisionnement d'emplissage et de distribution de nombreux opérateurs, et viennent répondre à certains besoins énergétiques en plusieurs points du pays.

Thèse d'investissement

-La distribution du Butane qui génère la plus grande part du chiffre d'affaire est subventionnée par l'état, la maîtrise de la marge opérationnelle, le BFR qui est maintenu à des niveaux négatifs grâce à l'intervention de la CDC, et les efforts d'investissement en infrastructure pour un meilleur positionnement, sont tous des éléments positifs qui viennent étayer notre recommandation « **conserver** » avec un léger potentiel de baisse de 3,51% à cause de la légère surévaluation que connaît actuellement le titre sur le marché boursier.

Nous avons initié la couverture de la valeur AFG avec une recommandation «conserver». Notre objectif de cours, obtenu par le modèle DCF, ressort à 3859 MAD, soit un potentiel de baisse de 3,51% par rapport au cours du 18/12/2019 qui ressort à 4000MAD.

- ***Une amélioration continue de la capacité bénéficiaire dans un marché à croissance organique importante.***

La tendance haussière que connaît la consommation de GPL à horizon moyen est imputable à la hausse de la consommation des ménages sous les effets positifs escomptés de l'évolution du nombre des ménages et de la légère amélioration des salaires dans le cadre des résultats du dialogue social (une augmentation de 10% du SMIG et du SMAG). Elle profite aussi des efforts que fournit le pays dans le développement de ses capacités de stockage et d'emplissage pour garantir une sécurité d'approvisionnement en GPL. Combinés, ces facteurs nous laissent optimistes par rapport au potentiel de croissance résiliente de l'activité du groupe qui est la distribution de GPL, et l'occasion d'améliorer constamment sa capacité bénéficiaire.

- ***Nous accordons une attention particulière à la fois au positionnement de la société sur le marché et sa capacité à renforcer sans cesse sa position concurrentielle.***

En effet, l'enveloppe consacrée aux investissements en infrastructure d'emplissage et de stockage a atteint un montant de 683 MDH entre 2018 et 2019 dont le montant de 376 MMAD s'est déjà épuisé durant l'année 2018, lui permettant **une montée en puissance de l'activité de distribution de GPL et la consolidation de sa PDM** (estimée en 2018 à 41%), tout en gardant une offre flexible entre Propane et Butane et un réseau de distribution bien réparti dans le pays.

- ***Un Dividend Yield attractif***

Historiquement, le groupe AFG s'est montré généreux en terme de distribution de dividendes. Le taux de distribution ressort en moyenne à 82%, sur les cinq dernières années. Tenant compte du cours du 18/12/2019 soit 4000 MAD, le DY moyen sur les cinq prochaines années devrait se situer aux alentours de 4,06% supérieur au DY 2019^e du marché boursier qui s'établit à 3,3%.

AFRIQUIA GAZ - ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT

Agrégats financiers

	2018	2019(e)	2020(e)
CA	5.531	6.695	6.830
Var en %	25%	21%	2%
Ebitda	1.168	1.277	1.317
Var en %	9,99%	9,28%	3,18%
Marge Ebitda	21,1%	19,1%	19,3%
REX	885	971	992
Var en %	15%	10%	2%
MOP	16,00%	14,51%	14,52%
RN	656	712	725
Var en %	14%	8,6%	2%
Marge nette	11,85%	10,63%	10,61%

▪ Des ratios de valorisation élevés

Le groupe AFG affiche actuellement des indicateurs de valorisation élevés PE et EV/Ebitda de 20,28x et 10,77x respectivement, soient des niveaux supérieurs à leur moyenne historique sur les huit dernières années qui ressort à 17,4x et 8,9x respectivement.

▪ Une impressionnante gestion du BFR!

Le BFR négatif constitue un réel levier, puisqu'il finance une partie des actifs immobilisés du groupe, une importante partie de sa trésorerie et la totalité de ses placements. Nous sommes donc devant une ressource qui contribue significativement à la rentabilité du groupe.

Ratios boursiers

	2017	2018	2019(e)	2020(e)
BPA	167	191	197	201
ROE	23,44%	24,53%	24,09%	22,90%
ROA	7,49%	7,64%	7,33%	7,25%
PE	18,66	16,66	19,86	19,51
DY calculé	3,56%	4,17%	4,10%	4,18%

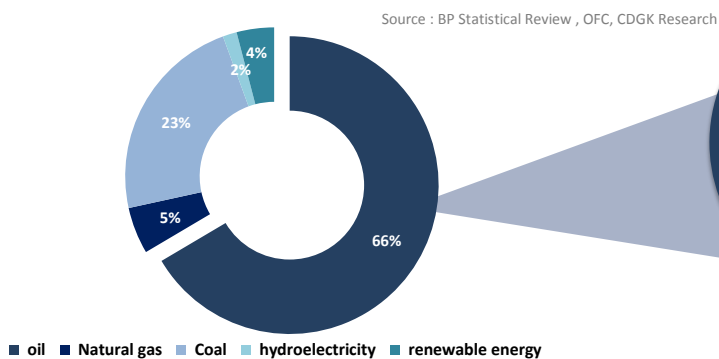
1.Le marché national du GPL	5
Une demande concentrée chez les ménages	5
Une Chaîne de valeur rétrécie à 4 maillons	6
Renforcement des capacités de stockage et d'emplissage	7
Butane, un marché toujours réglementé	9
2.Présentation d'Afriquia	10
Actionnariat et filiales	10
Croissance solide du revenu provenant principalement du Butane	11
Leader sur tous les maillons de la chaîne de valeur	12
3.Perspectives 2019	13
A l'international: L'offre du GPL est portée par les États Unis	13
Les cours du GPL dans le sillage du pétrole	14
La question en suspens sur le pétrole en 2019/20 est le niveau de la demande!	15
Une demande mondiale solide, malgré un rythme de croissance en ralentissement	16
Une consommation nationale en GPL toujours croissante	17
AFG assure des Investissements réguliers	18
Vers une régularité de remboursement prévue pour la CDC	19
4.Valorisation	20
Valorisation - Des revenus toujours en croissance	20
Valorisation - Par la méthode DCF	21
Valorisation - Par la méthode DDM	22
Valorisation - Synthèse	23
6.Risques de valorisation	24
L'efficacité énergétique dans le domaine agricole et industriel	24
Le Gaz naturel : Substitut ou opportunité pour AFG?	25
7.Annexes	26

MARCHÉ NATIONAL- UNE DEMANDE CONCENTRÉE CHEZ LES MÉNAGES

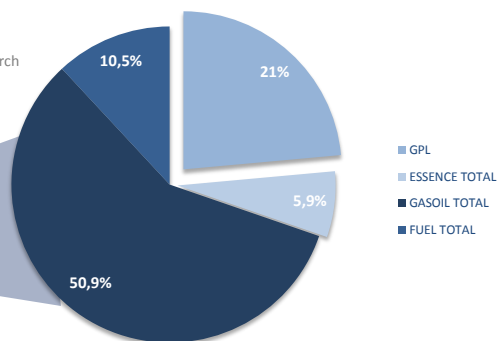
Le Gaz du pétrole liquéfié ... Le Maroc reste un gros consommateur

Le Maroc compte dans son Mix énergétique aujourd'hui quatre ressources : Pétrole(66%), Gaz naturel(5%), charbon(23%), et les énergies renouvelable avec un pourcentage ne dépassant pas les 5% en 2017. Le GPL (gaz de pétrole liquéfié), terme largement utilisé pour désigner deux membres de la famille d'hydrocarbures légers : Le propane et le Butane, provient à 60% de l'extraction du Gaz naturel et issu à 40% du raffinage du pétrole. Il s'agit d'une ressource énergétique fiable de notre pays, sa position vient après le Gasoil avec une part de 21% dans le total des produits pétroliers importés.

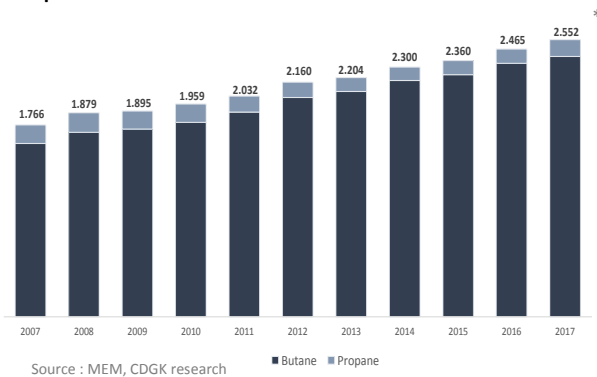
Graphe 1 : Un mix énergétique poursuivant péniblement sa mue renouvelable... (données annuelles 2018)



Graphe 2 : Répartition des produits pétroliers (données annuelles 2018)



Graphe 3 : Evolution de la consommation nationale du GPL



Historiquement, une demande toujours croissante...

Le marché du gaz butane enregistre une croissance annuelle moyenne de 4,3% entre 2010 et 2017 pour s'établir à près de 2 397 milliers de tonnes à fin 2017. Néanmoins, la consommation de gaz propane se contracte sur la même période avec une baisse moyenne de 1,2%.

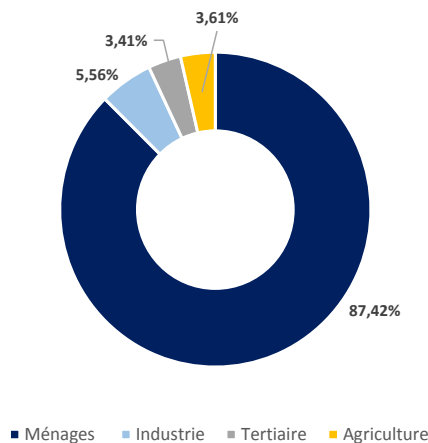
Le butane est utilisé pour le chauffage, la cuisine et l'éclairage en milieu urbain et rural. La croissance de la consommation de ce produit de base a été fortement liée jusqu'ici à la croissance du nombre de ménages et à la sous-électrification du milieu rural. Ainsi, la demande en butane a connu une progression relativement régulière sur la période considérée. L'urbanisation constitue également un vecteur de croissance de la consommation de butane.

La consommation de propane est liée, quant à elle, à la croissance économique (notamment des industries céramiques, métallurgiques, agro-alimentaires et plasturgie). Il a été constaté depuis 2010 une baisse de la consommation du propane. Ceci se justifiant en partie par les effets de la crise économique et de la baisse de l'activité touristique et de la restauration professionnelle.

...concentrée principalement chez les ménages

La consommation de GPL est concentrée principalement chez les ménages avec une part pour le résidentiel de 87,42%. Entre l'agricole, le commercial et l'industriel, la ventilation de consommation de GPL se fait de respectivement 3,61%, 3,41% et 5,56%.

Graphe 4: Ventilation des ventes du GPL entre secteurs en 2017



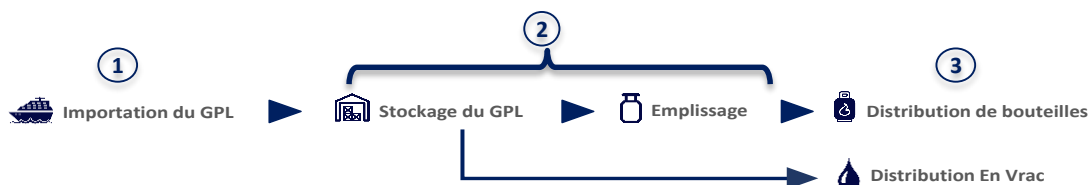
MARCHÉ NATIONAL- UNE CHAÎNE DE VALEUR RÉTRÉCIE À 4 MAILLONS

Marché national du GPL
Présentation d'Afrique Gaz
Perspectives 2019
Valorisation
Risques de valorisation

La chaîne de valeur s'est rétrécie à 4 maillons au lieu de 5 après l'incendie de la SAMIR !

Après l'incendie de la SAMIR, l'approvisionnement **s'effectue principalement par des importations**. La chaîne de création de valeur illustrée ci dessous met en avant cette dépendance du secteur GPL aux importations: les besoins du marché national en butane et en propane sont couverts en totalité à partir de l'importation.

Ainsi, tous les opérateurs ont recours à des raffineurs étrangers pour satisfaire la majorité de leurs besoins. En 2018, **Le marché national compte 6 ports (Tanger Med, Nador, Agadir, Laayoune, Jorf Lasfar, Mohammedia), 15 sociétés d'emplissage, 37 centres emplisseurs et 17 sociétés de distribution.**



1 L'activité d'importation : le GPL reste une ressource qui pèse sur la facture énergétique

Provenant de plusieurs pays ...

Les navires livrant le GPL à notre pays proviennent principalement des Etats unis, l'Algérie ,le royaume uni et l'Espagne... avec des parts de respectivement 28%, 25%, 14% et 12% en 2018.

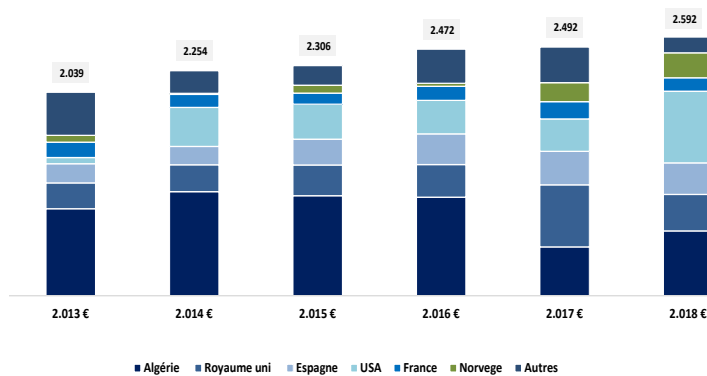
Une préférence de plus en plus marquée pour les Etats unis comme principal fournisseur du GPL au Maroc qui s'explique certainement par l'offre excédentaire du pays. USA est considéré le premier producteur et exportateur sur le marché international du GPL. La part de l'Algérie dans les importations du GPL au Maroc a perdu sa moitié, passant d'une moyenne de 43% durant 2013-2016 à 20% en 2017 et 25% en 2018, tandis que celle des états-unis est de 28% en 2018 contre une moyenne de 12% durant les années passées.

... le GPL reste une ressource qui pèse sur la facture énergétique

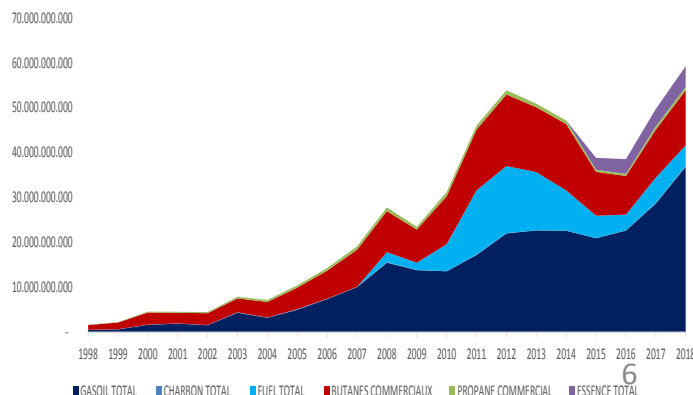
Le GPL reste toutefois un produit pesant sur la palette des importations des produits énergétiques. Les importations du GPL en valeur ont atteint les 11,04 milliards de MAD en 2017 et comptent 13,04 milliards en 2018.

Par ailleurs, s'agissant du produit le plus léger du raffinage / de la distillation du pétrole brut. Le coût matériel du GPL est lié à celui du cours du pétrole à l'international.

Graphe 5: Evolution du total des importations du GPL par pays FRS



Graphe 6: Evolution de la facture énergétique (en MAD)

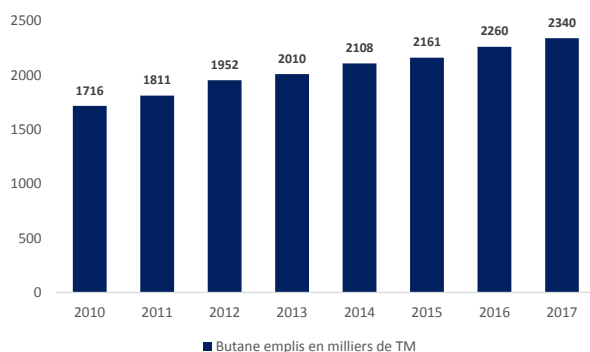


MARCHÉ NATIONAL - RENFORCEMENT DES CAPACITÉS DE STOCKAGE ET D'EMPLISSAGE

2 L'activité de stockage et d'emplissage :

- Le stockage concerne principalement le Butane, vu qu'il est largement répandu par sa facilité de stockage et de transport dans des bonbonnes. C'est donc la capacité de stockage qui déterminera le niveau de l'offre des opérateurs dans ce secteur et qui leur permettra d'accompagner cette hausse de la demande nationale et de consolider leur part de marché.
- L'activité d'emplissage quant à elle consiste à emplir des bouteilles de produits butane et propane pour le compte de sociétés distributrices. Les bouteilles sont sous des formats standards et se déclinent selon quatre charges : 3kg, 6kg, 12kg pour le butane et 34 kg pour le propane. Ce secteur regroupe 37 centres emplisseurs répartis sur l'ensemble du Royaume, et détenus par une vingtaine de sociétés.

Graph 7: Evolution des volumes de butane emplis (en milliers de TM)



Source : Rapports d'activité AFG , CDGK research

- Le marché national du butane conditionné enregistre une croissance annuelle moyenne de 5,0% entre 2010 et 2017 pour s'établir à près de 2 340 milliers de tonnes à fin 2017.
- Au titre de l'année 2017, le marché a enregistré un emplissage total de 2 340 410 tonnes, soit une progression de 3,5 %, représentant, 80 076 tonnes supplémentaires comparativement à l'année 2016.

Le Maroc est à la conquête ad vitam aeternam de renforcer et d'augmenter ses capacités de stockage et d'emplissage

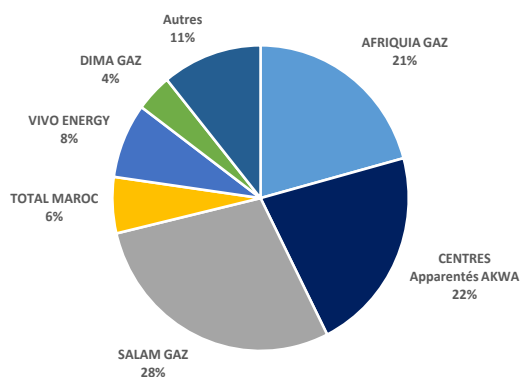
Illustration 1: Evolution de la capacité de stockage en 8 ans au Maroc:



Source : MEM, CDGK research

- L'évolution de l'activité d'importation est fortement corrélée à celle de la distribution de GPL conditionné et que de ce fait, sa progression repose principalement sur la hausse des ventes du GPL. De facto, la capacité de stockage et d'emplissage sont des critères de distinction pour garantir une sécurité d'approvisionnement en GPL pour le pays.
- En 2017, la capacité de stockage nationale du GPL était de **311 KT**, soit l'équivalent de 44 jours de consommation. L'objectif étant d'atteindre 60 jours de consommation.

Graph 8: Marché National de l'emplissage en 2017



Source : Rapports d'activité AFG , CDGK research

A travers plusieurs opérateurs gaziers...

Six Principaux opérateurs se partagent la mission d'emplissage GPL au Maroc:

- Afriquia GAZ avec les centres apparentés d'AKWA représentent à eux seuls 43% du marché.
- SALAM Gaz s'imposant sur 28% du marché;
- Total Maroc et Vivo Energy occupent respectivement 6% et 4% du marché;

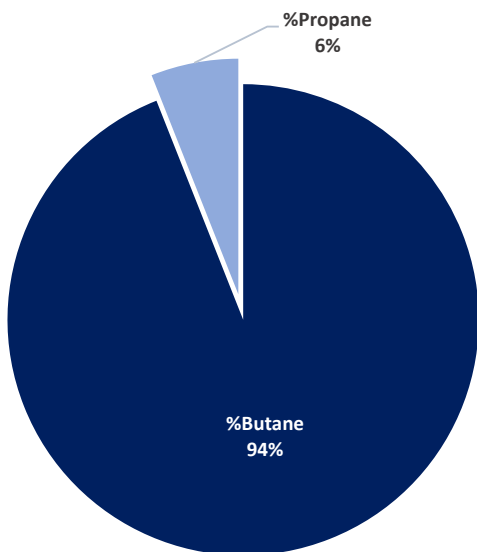
La part consolidée de l'ensemble de ces opérateurs cités constitue 89% du marché en 2017. Les autres derniers 11% sont composés de firmes plus petites.

3 Distribution du GPL : Une structure de la demande dominée par le Butane Conditionné

Marché national du GPL
Présentation d'Afriquia Gaz
Perspectives 2019
Valorisation
Risques de valorisation

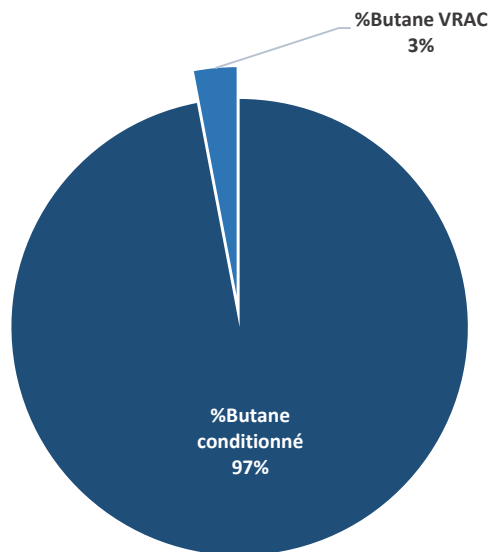
- Comme cité précédemment, le marché marocain du GPL est composé de deux types de produits : le butane et le propane. Chacun de ces deux produits se décline selon deux formes, conditionné et vrac.
- Le Butane occupe la plus grande place dans la palette de produits distribués avec une part de 94% , tandis que le propane se contente d'une part de 6% du total GPL. Et la demande porte le plus sur le BUTANE CONDITIONNE (97% du total Butane).

Graphe 9: Structure de la demande en GPL en 2017



Source : NI Emission Billets de trésorerie 2018, MEM, CDGK research

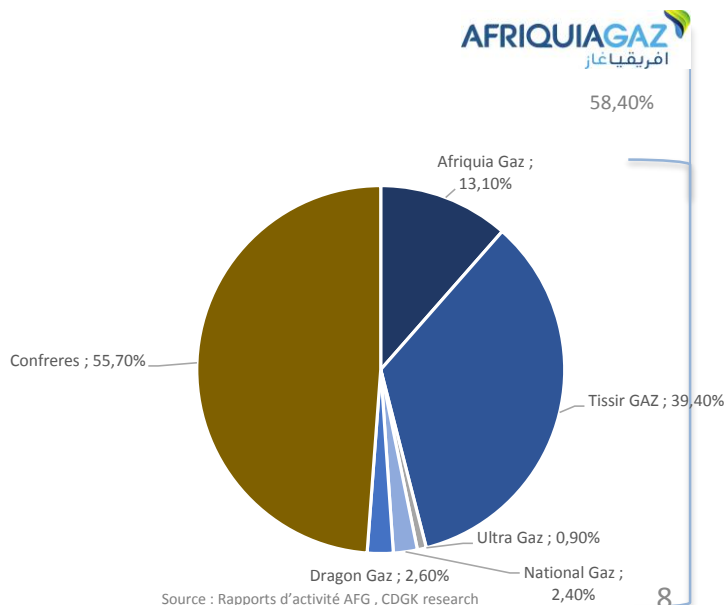
Graphe 10: Structure de la demande en Butane en 2017



Source : NI Emission Billets de trésorerie 2018, MEM, CDGK research

Gratification 11 : Marché National GPL Butane conditionné en 2017

- Nous comptons de nombreux opérateurs qui interviennent sur ce marché de distribution du GPL où le groupe Afriquia Gaz s'accapare plus que la moitié du marché de la distribution du GPL avec une part de 58,4%.

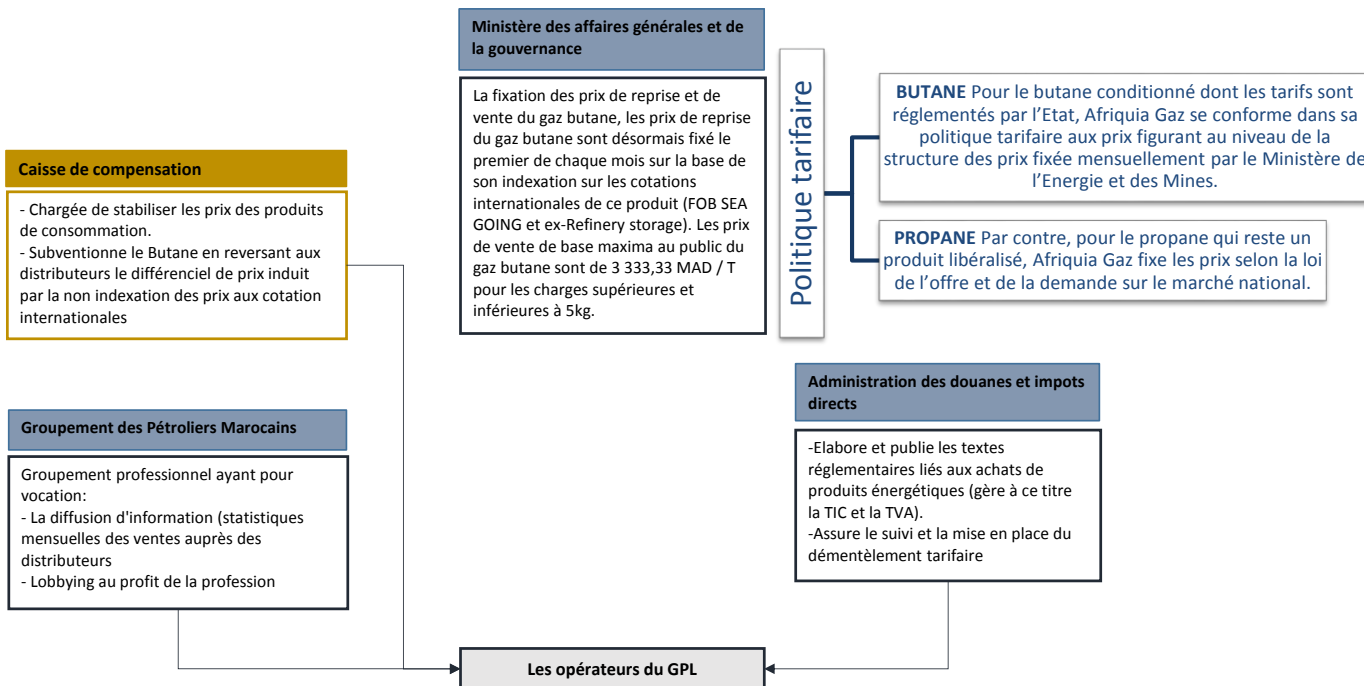


MARCHÉ NATIONAL - BUTANE UN MARCHÉ TOUJOURS RÉGLEMENTÉ

Les prix du Butane toujours soumis aux textes de loi

- Le marché du Butane conditionné est réglementé par l'intervention de plusieurs acteurs. Son prix de vente au consommateur final prend en considération plusieurs composantes : les prix de reprises indexés sur les prix de références, les droits et taxes, l'intervention de la caisse de compensation, les marges d'emplissage et de distribution, et le différentiel de transport. (Voir annexe 1 : la structure des prix du butane conditionné du mois de novembre 2019).
- Le mode de fixation des prix du Butane vendu se base sur les cours du Butane sur le marché Rotterdam (abstraction faite des coûts réels d'approvisionnement). Ce cours de référence, fixé chaque mois pour le Butane est augmenté des taxes portuaires et parafiscales, des frais d'approche, de fret, de stockage et d'assurance en plus d'une ligne d'« ajustement FOB » qui s'est introduite dans le calcul après la **libéralisation du maillon d'importation** pour former le prix de reprise qui servira de base de calcul du prix de facturation aux centres concernant le butane en Vrac et le montant de la subvention à la vente du butane conditionné correspondante.
- D'une part, le Butane en Vrac est mis à la disposition des centres emplisseurs à un prix fixé par la caisse de compensation suivant sa structure de prix mensuelle. Afin d'optimiser leur coût d'approvisionnement, les importateurs sont libres d'importer en fonction de l'opportunité du marché.
- D'une autre part, les 17 sociétés de distribution mettent à la disposition des utilisateurs finaux le Butane conditionné à un **prix fixe (3333,33 MAD/TM), et profite de la stabilité de leur marge de distribution.**
- Dans le champ de réglementation du marché du GPL on peut distinguer quatre grands acteurs dont le rôle est présenté dans l'illustration ci-dessous:

Schéma 1: Les acteurs du marché GPL



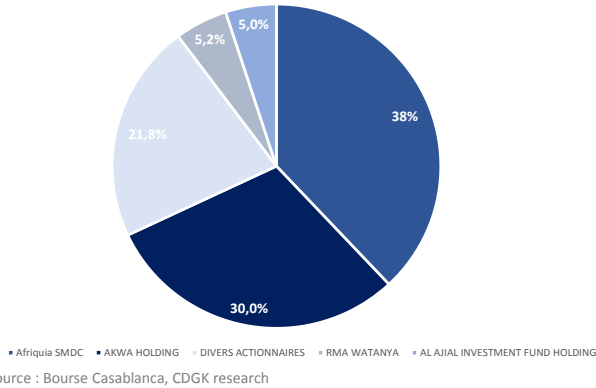
Source : NI Emission Billets de trésorerie 2018, MEM, CDGK research

Concernant le propane... la libéralisation s'est établie en 1995

- La libéralisation du propane s'est effectuée en 1995, le prix est fixé selon la loi de l'offre et de la demande sur le marché national. Avant la libéralisation, et par le biais de la Caisse de Compensation, une péréquation du prix était effectuée, ce qui permettait de livrer le produit aux industriels à prix stable.

AFRIQUIA GAZ : ACTIONNARIAT ET FILIALES

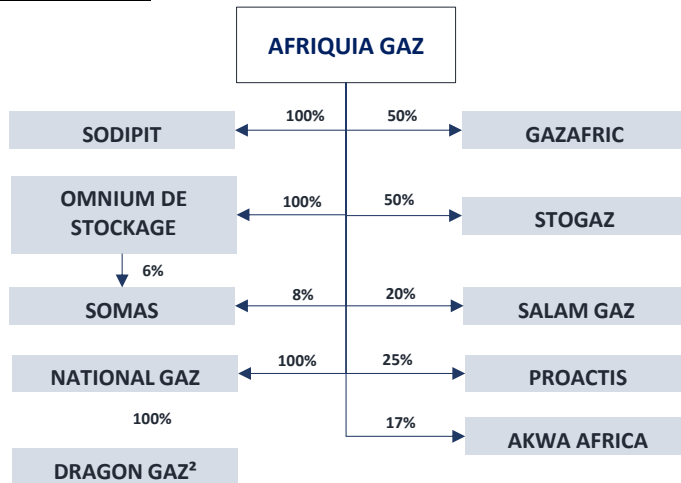
Graph 12: Structure de l'actionariat d'Afriquia GAZ en 2018



Appartenance au groupe familial d'AKWA : la variable familiale étant un signe de garantie et de stabilité suffisante.

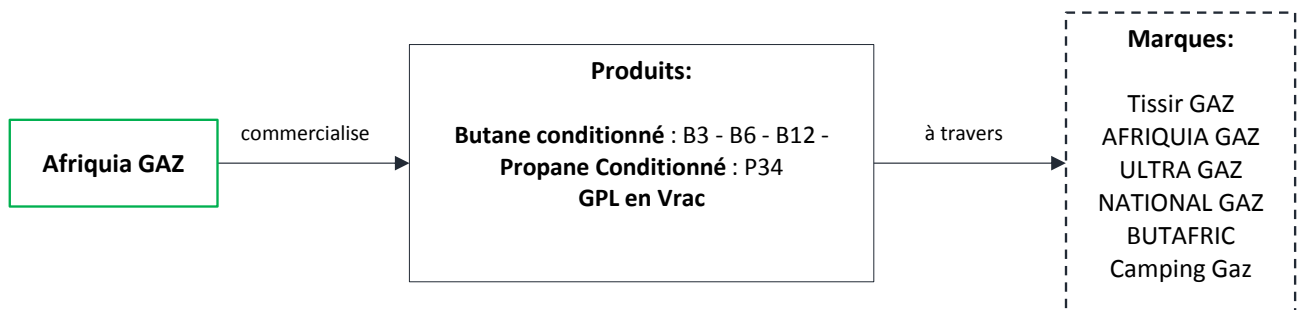
- Nous pouvons remarquer que le groupe AFRIQUIA GAZ est une structure familiale marquée par une stabilité au niveau du management et en même temps la continuité de la mise en œuvre d'une stratégie d'expansion.

schéma 2: Les Principales participations d'Afriquia Gaz au 31 décembre 2017



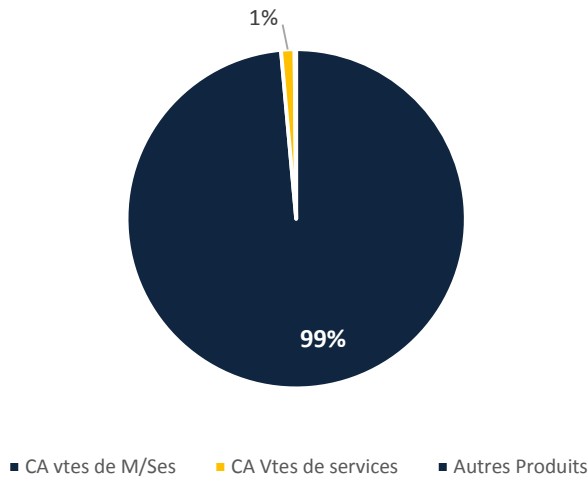
- En plus d'être une filiale opérant dans le **pôle gaz** du groupe AKWA, AFG est à son tour société mère détenant plusieurs participations dont les plus importantes sont NATIONAL GAZ (100%), SODIPIT (100%), OMNIUM DE STOCKAGE (100%), GAZAFRIC (50%), STOGAZ (50%), et DRAGON GAZ (100%). En plus des filiales détenues majoritairement, Afriquia Gaz détient des participations dans d'autres sociétés.

- L'opérateur dispose d'un outil industriel et logistique réparti sur l'ensemble du territoire national qui permet la distribution de GPL conditionné servant principalement à usage domestique ainsi que la distribution du GPL en vrac (essentiellement du propane et les cessions aux confrères) pour un usage Industriel, ceci à travers six marques commercialisées : **Afriquia Gaz, Tissir gaz, Campinggaz, Ultragaz, National Gaz et Butafric.**



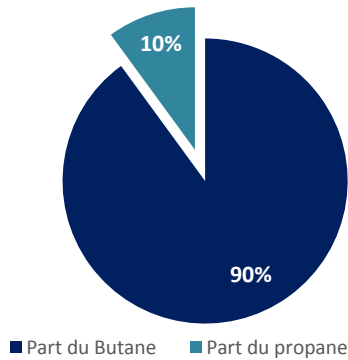
AFRIQUIA GAZ : CROISSANCE SOLIDE DU REVENU PROVENANT PRINCIPALEMENT DU BUTANE

Grphe 13: Breakdown du CA de l'entreprise en 2018



- Afriquia Gaz dispose d'un panel de produits complet et propose du GPL en vrac et du GPL conditionné (Butane B3, Butane B6, Butane B12 et Propane P34).
- De part sa nature, son activité affiche un retard significatif par rapport aux cycles économiques en état de crise et fait preuve d'une résistance et d'une position défensive en période de ralentissement de la croissance vu la résilience que démontre la consommation du GPL dans le pays. Son revenu est généré principalement à partir des volumes vendus de chacun du Butane et du Propane.

Grphe 14: Structure de la ventilation des ventes moyennes d'AFG entre Butane et Propane sur les 10 dernières années

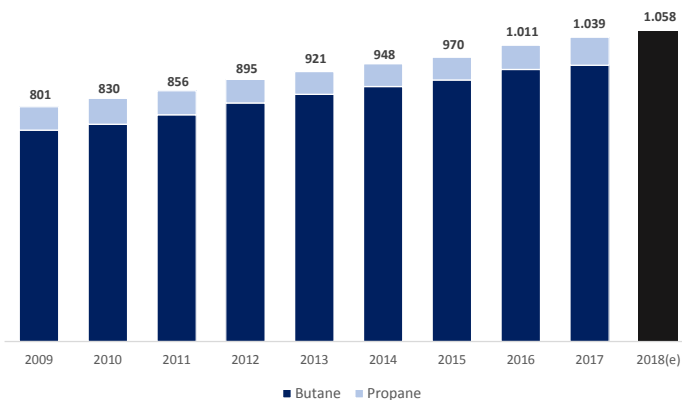


Croissance solide du revenu provenant principalement du Butane

- La ventilation standard au fil des années des ventes d'AFG est en moyenne 90% pour le Butane répondant principalement à un usage domestique commercial pour la cuisine et le chauffage d'eau ou le butane en vrac vendu aux confrères et 10% pour le Propane répondant à une demande plus industrielle et professionnelle que domestique (industrie céramique, métallurgie).

Source : NI Emission Billets de trésorerie 2018, CDGK research

Grphe 15: Evolution du tonnage du GPL vendu par Afriquia GAZ 2009-2018^e

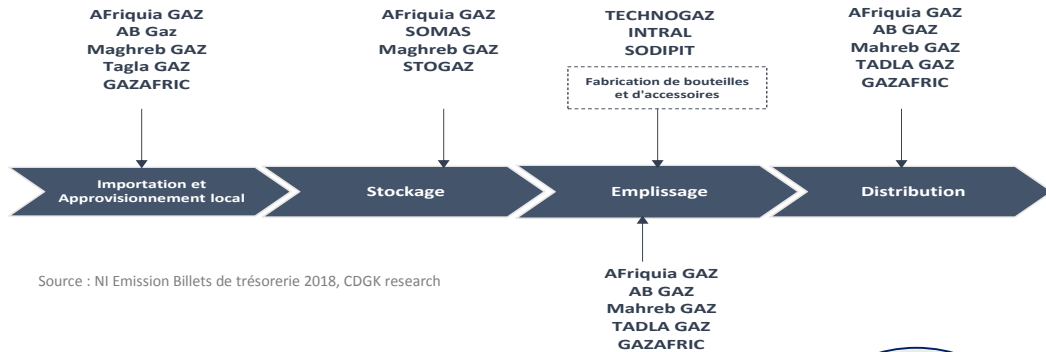


- Le Lancement de son nouveau type de bonbonnes innovantes du Butane fabriquées en matière de plastique renforcé et des caractéristiques de sécurité supérieures en plus de la distribution du propane en réseau pour les ménages et les industriels présentent des facteurs attrayants pour les consommateurs et participerait à la consolidation de la PDM de l'opérateur. Pendant les 5 dernières années, nous témoignons une hausse moyenne du tonnage vendu par AFG de 2,8%/an.

Source : NI Emission Billets de trésorerie 2018, Communiqué de presse 2018, CDGK research

AFRIQUIA GAZ : LEADER SUR TOUS LES MAILLONS DE LA CHAÎNE DE VALEUR

Présence d'Afriquia Gaz et ses filiales sur tous les maillons de la chaîne de valeur du GPL, et en tire les plus grandes PDM



Source : NI Emission Billets de trésorerie 2018, CDGK research

Afriquia Gaz SA, et GAZ AFRIC (détenue à parts égales par Afriquia Gaz et la famille BICHA) représentent à elles seules plus de 49% des importations de butane en 2017. Pour le propane, Afriquia Gaz et GAZAFRIC effectuent 60% de l'ensemble des importations du marché en 2017.

49%
du total importé

En 2017, l'emplissage de GPL butane à l'échelle locale s'est établi à 2 340 410 TM contre 2 260 334 TM en 2016 enregistrant une hausse de 3,5%. Les deux principaux opérateurs emplisseurs de GPL sont :

- **SALAM GAZ**, qui couvre 28,8% du total empli
- et **Afriquia Gaz et les centres apparentées d'Akwa group**, couvrant 42,6% du volume du Royaume.

Afriquia Gaz, dans le cadre de la distribution de GPL conditionné a le choix entre un emplissage en propre, un emplissage en participation et un autre à travers les tiers.

- Les centres d'emplissage propres à Afriquia Gaz (situés à Marrakech, Mohammedia, Jorf Lasfar et Beni Mellal) ;
- Les centres d'emplissage détenus en participation ou entrant dans le périmètre d'AKWA Group (MAGHREB GAZ, AB GAZ, TADLA GAZ, SALAM GAZ et GAZAFRIC) ;
- Les centres emplisseurs d'autres sociétés.

L'arbitrage entre les trois mode d'emplissage dépend de la localisation géographique des centres et de leur proximité avec le lieu de distribution et de l'optimisation de la Supply Chain.

42,6%
du total emplis

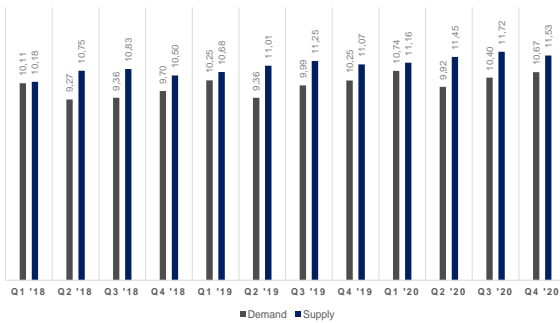
En 2018, la distribution du butane conditionné a enregistré une évolution de +1,80% pour AFG, avec un tonnage supplémentaire de 18 694 tonnes, maintenant son statut de Leader de la distribution du GPL avec une PDM estimée à peu près 41% .

≈41%
du total distribué

PERSPECTIVES 2019 - A L'INTERNATIONAL: L'OFFRE DU GPL EST PORTÉE PAR LES ÉTATS UNIS

Evaluation de la ressource et de la demande

Graph 16: Balance global du GPL en Mb/d

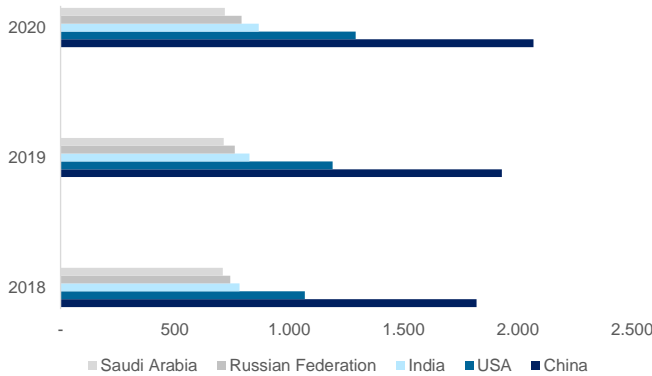


Source: Energy Aspects, Argus, CDGK research

Du côté de la demande: La consommation mondiale de GPL a augmenté d'un TCAM de 4% sur la période 2011 et 2018, et n'arrive toujours pas à absorber la totalité de la production.

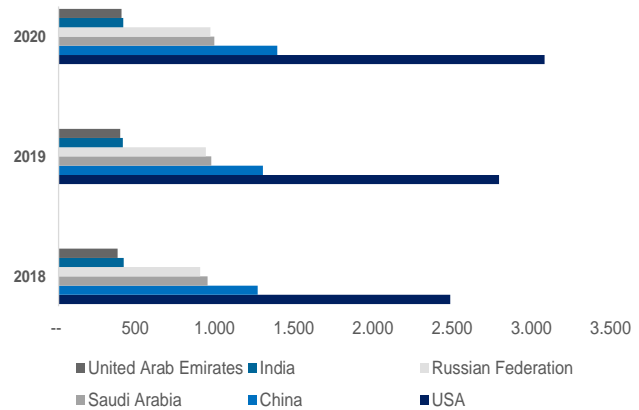
Les principaux pays consommateurs de GPL sont La chine, les Etats-Unis, l'Arabie Saoudite, la Russie et l'Inde, ensemble, ils représentent 53% de la consommation mondiale.

Graph 17: Top 5 en demande globale du GPL en Kb/j



Source: Energy Aspects, Argus, CDGK research

Graph 18: Top 5 en production globale du GPL en Kb/j

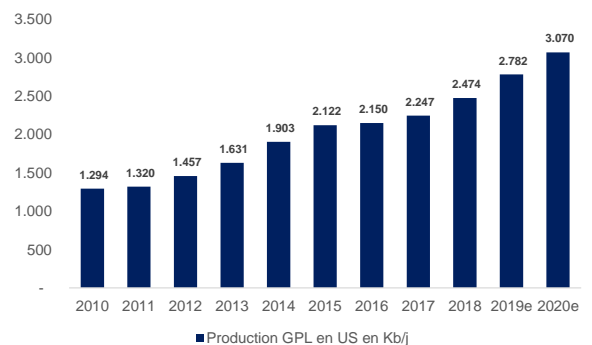


Source: Energy Aspects, Argus, CDGK research

Du côté de l'offre: La production mondiale de GPL a augmenté d'un TCAM supérieur à celui de la demande de 5% sur la période 2011-2018, et a franchi le seuil de 10 000 Kb/j pour la première fois en 2017.

Les Etats-unis est le premier producteur et exportateur du GPL. La production américaine de GPL a bondi de plus de 10% à 2,474 milliards de barils par jour, soit une augmentation de près de 227 milliers de barils par jour de la capacité de raffinage nationale.

Graph 19: Evolution de la production du GPL en USA 2010-2020e

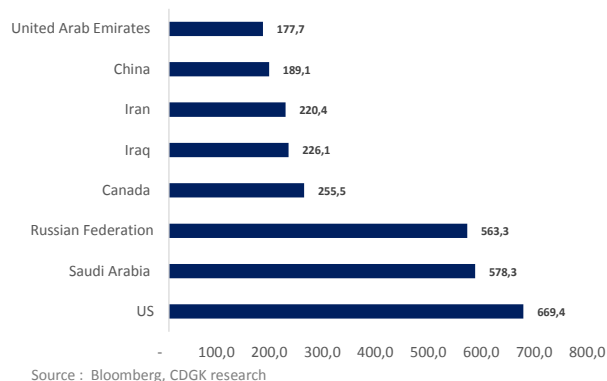


Source Energy aspects, Bloomberg, CDGK research

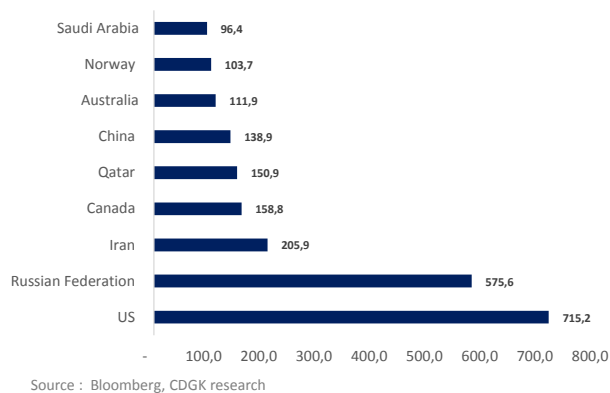
PERSPECTIVES 2019 – LES COURS DU GPL DANS LE SILLAGE DU PÉTROLE

Marché national du GPL
Présentation d'Afriqueia Gaz
Perspectives 2019
Valorisation
Risques de valorisation

Graph 20: Les plus grands producteurs de pétrole (en Million tonnes)



Graph 21: Les plus grands producteurs de Gaz naturel (en MTOE)



Le GPL provient à 60% de l'extraction du Gaz naturel et issu à 40% du raffinage du pétrole, qu'en est il de la corrélation entre ces trois produits?

GAZ NATUREL Vs Pétrole:

Sur le marché spot : Le fait que les pays producteurs et exportateurs de pétrole soient également producteurs et exportateur de Gaz naturel joue un rôle dans la corrélation persistante entre leurs cours. Ces pays n'ont en effet pas intérêt à encourager la concurrence entre ces deux énergies.

En effet, l'historique des prix du gaz naturel et du pétrole fluctuent de manière plus ou moins parallèle. Comme il est présenté sur le graphe n°22 le prix spot du gaz naturel suit avec un certain délai celui du pétrole.

Sur le marché des contrats à terme: L'essentiel de l'approvisionnement des distributeurs de gaz naturel est réalisé à partir de **contrats de gré à gré indexés sur le pétrole**. Ils s'étendent sur plusieurs années voire parfois plusieurs décennies. Les importateurs sécurisent ainsi les quantités nécessaires de gaz naturel qu'ils se sont engagés à livrer aux ménages et aux entreprises.

GPL Vs Pétrole:

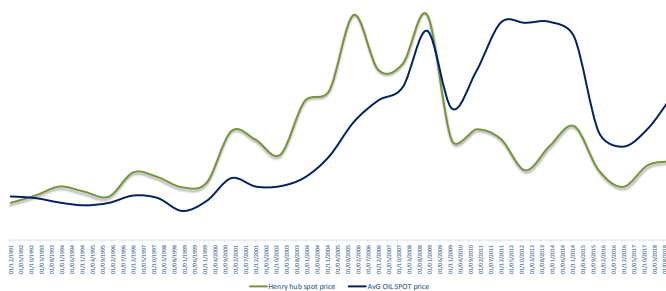
En dehors des États-Unis, la production du GPL est plus souvent un sous produit de la production de pétrole et / ou de raffineries, d'où la plus grande corrélation entre les prix du pétrole et du GPL que celle entre les prix du gaz naturel et du GPL.

Même aux États-Unis, dans la mesure où la demande du GPL est dérivée par la demande du pétrole: mélange d'essence, diluant, etc. et concurrence avec les produits pétroliers (naphta), font que la corrélation avec le pétrole est de plus en plus renforcée.

C'est à l'aune de ces conclusions que nous poursuivrons l'étude de la corrélation de la variation des prix du GPL avec celle du prix du pétrole uniquement.

La corrélation avec la fluctuation du prix du pétrole est respectivement de l'ordre de 0,96 et 0,97 pour le propane et le butane. Les prix des matières premières de GPL pourraient toutefois s'améliorer ou se dégrader face à la tendance que prendrait les cours du pétrole!

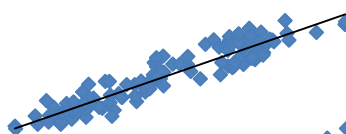
Graph 22: Evolution historique des prix du gaz naturel et du pétrole



Graph 23: Evolution historique des prix du Propane, Butane et pétrole

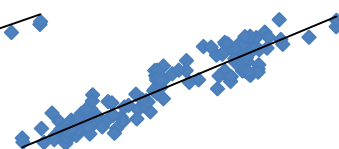


1) Corrélation entre Butane et pétrole



Source : Bloomberg, CDGK research

2) corrélation entre propane et pétrole



PERSPECTIVES 2019 - LA QUESTION EN SUSPENS SUR LE PÉTROLE EN 2019/20 EST LE NIVEAU DE LA DEMANDE!

Le schiste américain a été une force déterminante dans l'évolution des marchés pétroliers en 2018

En 2018, les Etats-unis sont parvenus à passer d'une situation de sous-approvisionnement au premier semestre à une situation d'offre excédentaire au deuxième semestre, et l'élément clé de cette ascension était le schiste américain. Les rapports du gouvernement américain indiquaient que les inventaires hebdomadaires sous-estimaient le niveau de croissance de la production qui commençait à se distinguer en octobre. En réalité, la capacité de production des états unis a atteint un niveau annuel de 11 700 000 Bbl/jour en 2018 soit une hausse de 20% par rapport à 2017.

La question en suspens sur les marchés pétroliers en 2019 et 2020 est le niveau de la demande!

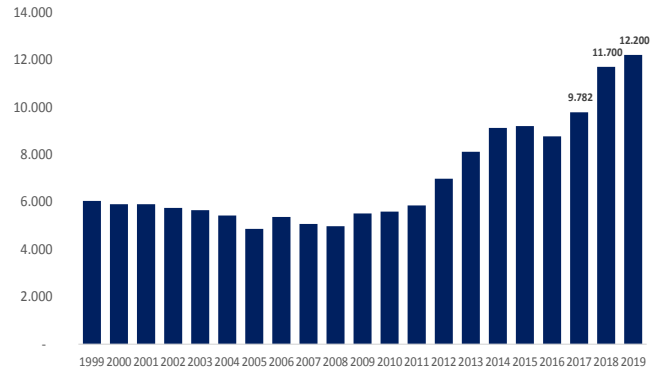
Le pétrole agit en quelque sorte comme un marché d'action dans le sens où ses prix et ses variations dépendent de **la demande future**. Celle-ci est forte partout dans le monde, mais les Chinois inquiètent avec la baisse des ventes d'automobiles et des ventes au détail. Ces indicateurs peuvent être avancés pour étayer une baisse éventuelle de la demande. (voir indice PMI chine graphe 25)

Le marché pétrolier est dans une période de transition, nous passons d'une offre excédentaire à un marché plus équilibré du côté de l'offre. D'un autre côté, L'OPEP fera tout ce dont elle est capable sous la direction de l'Arabie saoudite pour réduire la production mais il faudrait beaucoup plus de temps pour qu'elles conduisent à une réduction réelle des stocks pendant quelques semaines et quelques mois après, en particulier pour la Russie; il est difficile pour eux de réduire leur production pendant les mois d'hiver.

Aux Etats unis, des programmes d'investissements ont été annoncés pour la nouvelle année et les producteurs du pétrole confirment le ralentissement de leur capex (voir graphe 26). Nous devrions donc assister à une modération de la croissance de production du pétrole aux États-Unis. En somme, au moins du côté de l'offre, elle est entrain de s'auto-corriger!

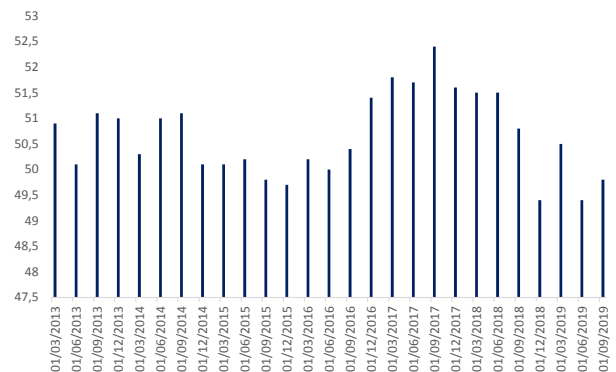
La question cruciale pour les années 2019 et 2020 est donc de savoir où se situerait le niveau de l'offre par rapport au niveau de croissance de la demande mondiale parce que c'est ce qui va déterminer, dans tout le bruit du marché, la trajectoire des prix du pétrole pour les années 2019 et 2020.

Graphe 24: Evolution de la capacité de production américaine 1000 Bbl/jr



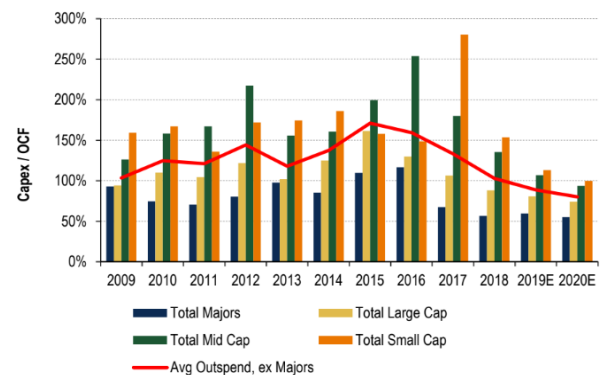
Source : IAE, Bloomberg, CDGK research

Graphe 25: Manufacturing PMI index CHINE



Source : Bloomberg, CDGK Research

Graphe 26: Capex/OCF des grandes capitalisations, moyennes capitalisations et petites capitalisations E&P



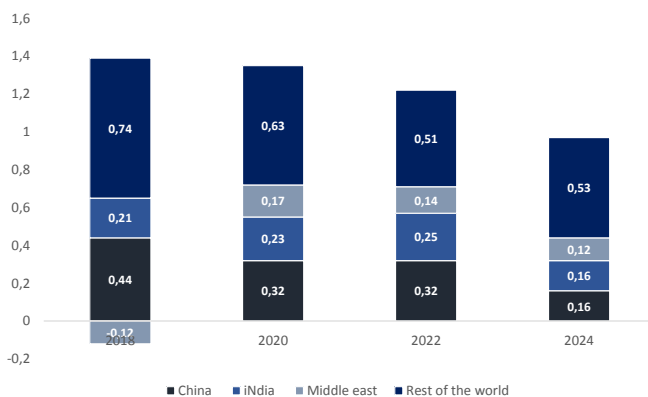
Source: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Global Research, Bloomberg

PERSPECTIVES 2019 – UNE DEMANDE MONDIALE SOLIDE, MALGRÉ UN RYTHME DE CROISSANCE EN RALENTISSEMENT

La croissance de la demande mondiale de pétrole reste solide, bien que son rythme de croissance ralentisse. D'après l'Agence internationale de l'énergie, la croissance de la Chine ralentit tandis que la demande de l'Inde reste robuste et, d'ici 2024, ils prévoient que la croissance annuelle en volume de l'Inde sera égale à celle de la Chine. La demande dans le reste du monde est dominée par des projets pétrochimiques, principalement aux États-Unis, qui bénéficient d'une matière première moins chère.

D'un autre côté nous citons le règlement IMO 2020 qui interdit aux compagnies maritimes le Mazout à haute teneur en soufre (HSFO). Bien que les industries du transport maritime et du raffinage se préparent aux nouvelles règles depuis plusieurs années, on craint des lacunes lors de l'entrée en vigueur de ces règles.

Graphe 27: croissance de la demande mondiale de pétrole

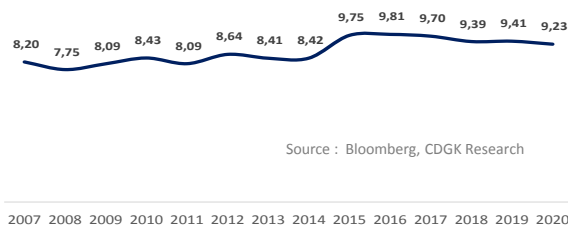


Source : IAE, CDGK Research

Le consensus de Bloomberg prévoit une baisse pour les prix du pétrole en 2019 et 2020

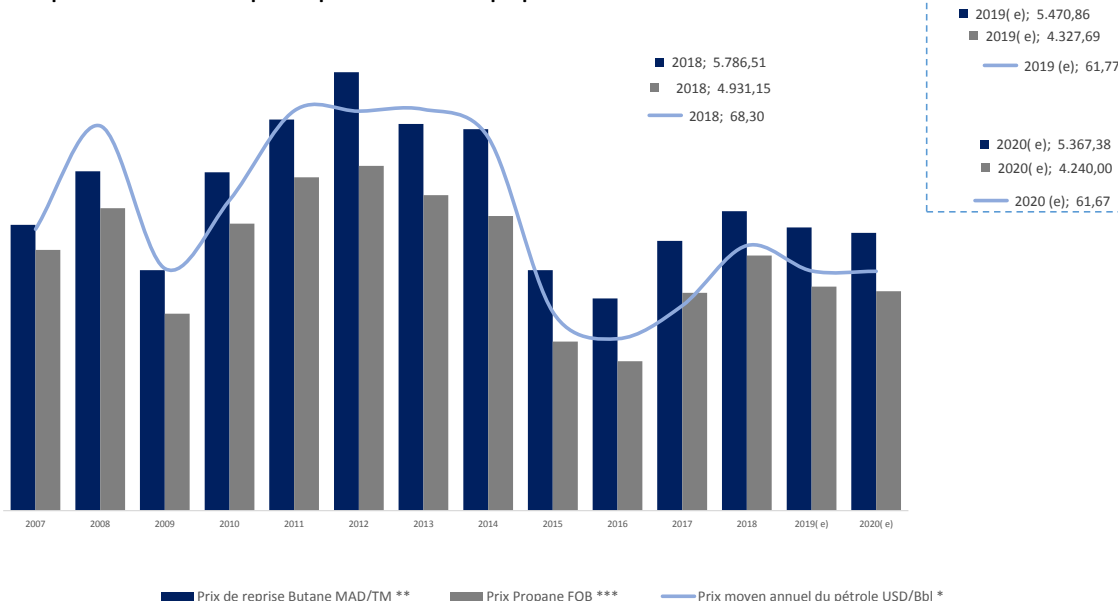
- En 2019, suivant le consensus Bloomberg qui fixe la baisse du cours du pétrole à un cours de 60,60 \$/Bbl contre 68,3 \$/Bbl en 2018 soit une baisse de 11%, nous notons ainsi une baisse des prix de reprise du Butane et des prix FOB du propane de respectivement 7% et 14%. (la variation YTD du prix moyen du pétrole s'établit au 18/12/2019 à -13,51%)
- Les taux de change affectent également le prix. Ainsi, tout changement des taux de change peut avoir un effet sur le prix payé autre que le dollar américain (voir graphe 29').

Graphe 29': Evolution du taux USD/MAD



Source : Bloomberg, CDGK Research

Graphe 28: Evolution des prix du pétrole- Butane et propane 2007-2020e



*prévisions bloomberg
 ** méthode calcul fixée par la structure des prix
 *** Prix FOB = prix à l'international * taux de change USD/MAD

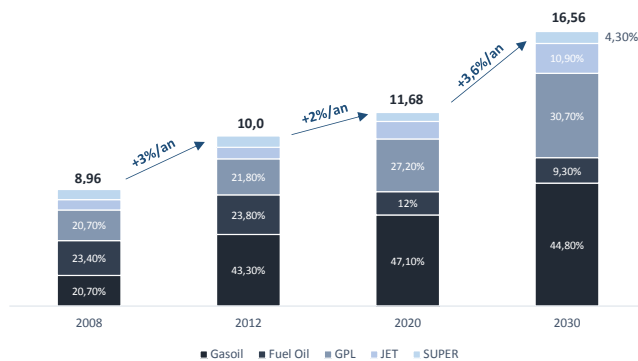
Source : bloomberg, CDG Capital Research,

Demande croissante pour le GPL...

La stratégie énergétique 2030 du pays stipule que le GPL occupera une proportion considérable dans la demande en produits pétroliers. Entre 2020 et 2030, le taux d'évolution serait de 3,6% par an en raison essentiellement de la hausse de la consommation des GPL et du JET. La consommation du fuel ralentirait durant la même période.

Le GPL devrait voir sa part grimper de 27,2% en 2020 à 30,7% à l'horizon 2030, face au Gasoil et Fuel qui céderont respectivement 2,3% et 2,7% de leurs parts dans la demande nationale en produits pétroliers entre 2020 et 2030.

Graphe 29: Evolution de la demande en produits pétroliers à l'horizon 2030



Source : Stratégie énergétique nationale 2030, CDGK Research

... tirée toujours par les ménages.

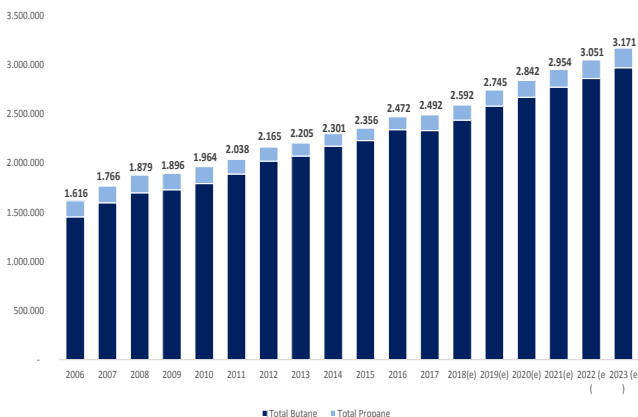
La consommation nationale de GPL a augmenté de 17% sur la période 2012 et 2018 (avec un TCAM de 2,4% par an), elle continuera sur son trend haussier à l'horizon de nos prévisions et pourrait dépasser la barre des 3 MT en 2022.

La consommation du Butane, occupe une part de 94% de la demande totale en GPL. Elle est corrélée jusqu'ici à la croissance du nombre des ménages et de leur consommation finale.

Cette croissance démographique, et le taux d'urbanisation qui devrait se situer à 62,9% en 2019 induit une demande croissante en logements, et donc en Butane (conditionné). Se référant à **la note de synthèse du budget économique exploratoire 2019**: « la consommation des ménages, profitant des effets positifs escomptés de la campagne agricole 2019-2020 et de l'amélioration des revenus dans le cadre des résultats du dialogue social, devrait s'accroître de 3,6% en volume en 2020 au lieu de 3,5% en 2019 ».

Le Propane, quant à sa dynamique, devrait poursuivre sa croissance de 5% par an (taux moyen de croissance des 5 dernières années), suivant ainsi la cadence de croissance de ses principaux débouchés : l'industrie métallurgique qui a marqué un TCAM sur les 5 dernières années de 5% et le secteur d'hôtellerie et restauration de 8%.

Graphe 30: Evolution de la consommation nationale du GPL 2009-2023

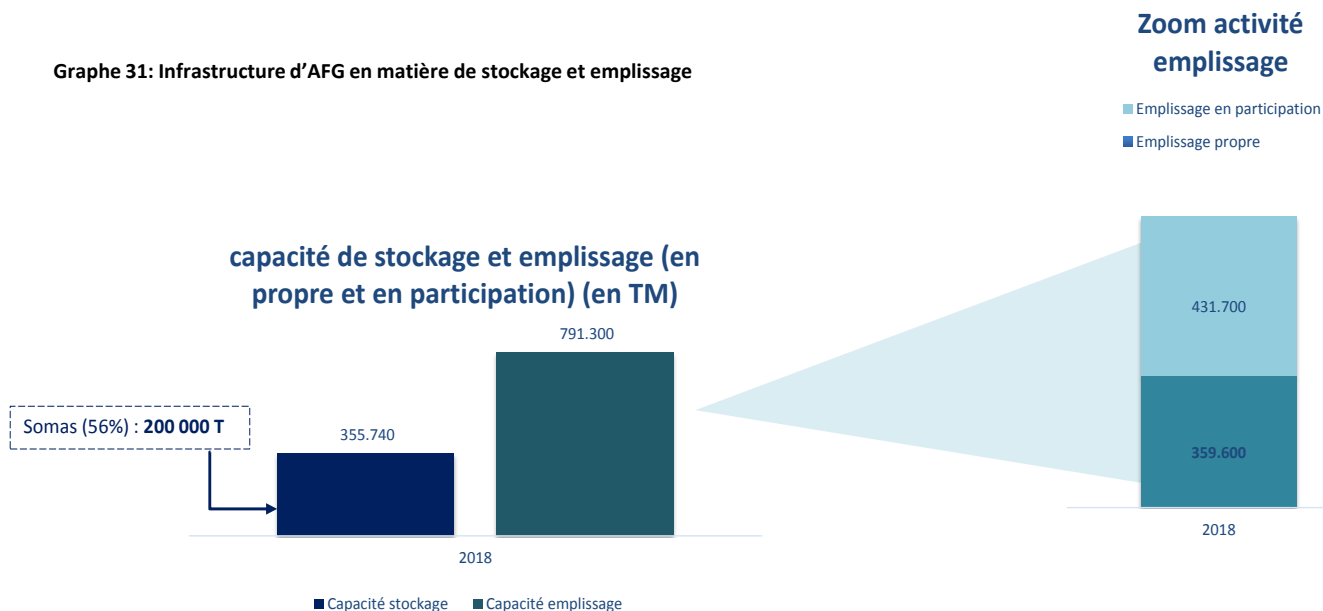


Source historique : MEM
Source des prévisions : CDGK research

L'avantage d'Afrique Gaz est de disposer d'une infrastructure de réception et de stockage importante en cours d'extension. Ses investissements réguliers lui permettent de bénéficier d'une autonomie en termes de stockage vis-à-vis de la SOMAS pour le butane et des autres confrères pour le propane.

Pour le propane, la société vient de faire preuve d'innovation exclusive en se lançant dans la distribution du gaz (propane) **en réseau**. Elle permet l'alimentation d'un ensemble de consommateurs finaux à partir d'un seul stockage. Cette solution est le meilleur moyen pour servir un grand périmètre en gaz notamment les fermes, les hôtels, les complexes immobiliers, et les grandes villas.

Graph 31: Infrastructure d'AFG en matière de stockage et empiilage



En matière d'investissement, l'entreprise devrait capitaliser sur le reste de son programme d'investissement qui a été prévu pour la période 2018-2019. Afrique Gaz envisageait d'investir une enveloppe de 683 MDH entre 2018 et 2019 dont le montant de 376 092 KMAD s'est déjà épuisé durant l'année 2018. Ce programme est axé principalement sur le développement du maillage territorial, la sécurité d'approvisionnement à travers l'extension de la capacité de stockage (investissement dans un nouveau terminal de stockage prévu à moyen terme) ainsi que l'extension de la supply chain grâce à l'augmentation de la capacité des centres empiilleurs.

Tableau 1: Evolution des montants des investissements 2017-2020e

En KMAD	2017	2018	2019e	2020e
Emballages récupérables	220.087	221.833	200.000	207.364
Stockage et empiilage	142.355	140.129	100.000	149.701
Aménagement + Agencements	5.271	12.001	5.000	5.760
Mob Bureaux et matériel informatique	1.547	2.129	2.000	1.864
Total investissements	369.260	376.092	307.000	364.688

Source : NI d'émission des billets de trésorerie 2018, CDGK research

PERSPECTIVES 2019 – VERS UNE RÉGULARITÉ DE REMBOURSEMENT PRÉVUE POUR LA CDC

Le pays consacre une enveloppe bien remplie pour l'année 2019

Historiquement la caisse de compensation a témoigné son budget s'alléger largement grâce à la sortie définitive de la compensation des 3 produits pétroliers (le fuel industriel, l'essence et le gasoil) en début d'année 2015. La décision de décompensation écarte toujours le gaz Butane, qui absorbe désormais la plus grande part de la subvention.

Dans ses prévisions, la loi de finance 2019 prévoit une hausse de 34% du budget alloué à la compensation soit un montant de 18.370 MMAD. Tandis que 13.640 MMAD est le montant programmé dans le PLF 2020.

Nos calculs des subventions du Butane se présentent relativement favorables avec une baisse du cours du butane en 2019 et 2020 (baisse du cours du butane à 408 \$/T au titre de la période janvier-septembre contre 534 \$/T pour la même période de l'année dernière).

Tout compte fait, nous ne prévoyons aucun changement en perspective, ceci résulte alors en une régularité de remboursement de la part de la CDC envers les opérateurs gaziers durant cette année.

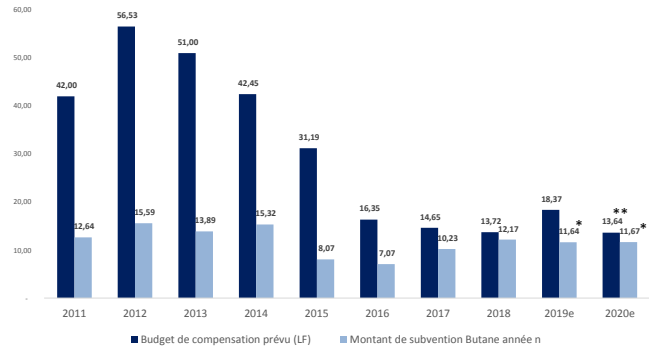
Impact 1 de l'intervention de la CDC : Le bilan laisserait toujours apparaître une RFR au lieu d'un BFR

L'exploitation dégagerait en permanence des ressources puisqu'il finance une partie des actifs immobilisés du groupe. Le BFR négatif constituera alors un réel levier, il financera toujours une importante partie de sa trésorerie et la totalité de ses placements. Nous serons la plupart des temps devant une ressource qui contribue significativement à la rentabilité du groupe.

Impact 2 de l'intervention de la CDC : Une situation financière saine

Les ressources de l'entreprise (et plus précisément l'excédent en fonds de roulement) permettraient de couvrir l'intégralité de ses besoins. Elle disposerait de trésorerie nette saine de toute tension, donc des liquidités mobilisables à court terme. En tablons sur des remboursements des créances de la Compensation réguliers, et avec les prix de reprises qui sont en légère baisse par rapport à 2018, le volume global à financer est donc moins important sur l'année 2019 résultant ainsi à une baisse du coût de l'endettement financier.

Graph 32: Evolution de la subvention totale et celle du butane

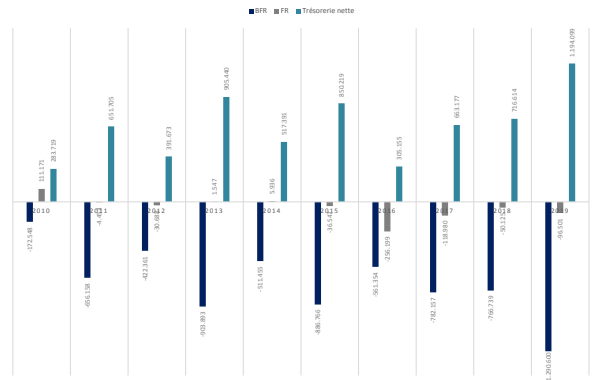


*prévisions CDG Capital

** PLF 2020

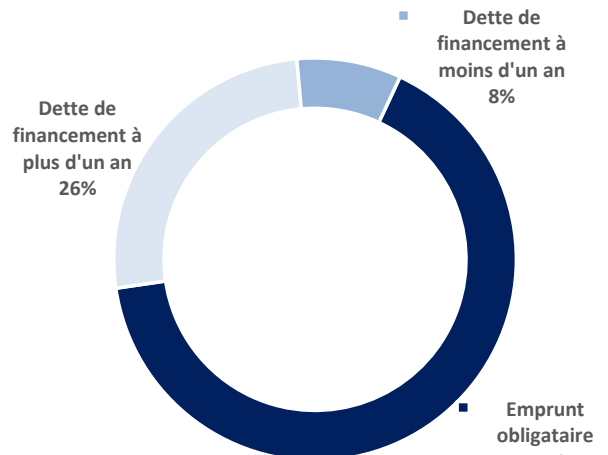
Source : Caisse de compensation, LF 2019, CDGK research

Graph 33: Evolution de l'équilibre bilanciel consolidé en MDH



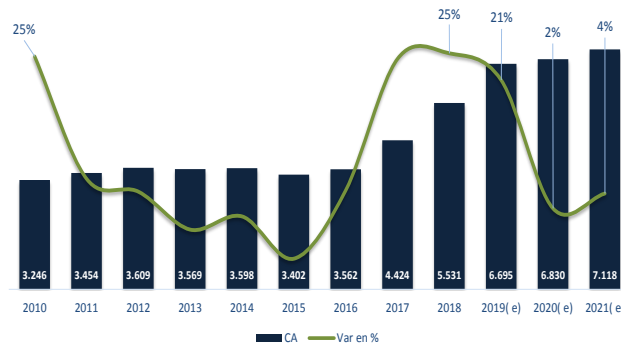
Source : Etats financiers AFG, CDGK research

Graph 34: Structure de la dette du groupe au 31 décembre 2018



Source : Etats financiers AFG, CDGK research

Graphe 35: Évolution du chiffre d'affaires 2010 -2020^e



Source : Etats financiers AFG, CDGK research

Perspectives 2019 :

Aujourd'hui, Il est désormais important de noter que grâce à l'intégration totale du tonnage vendu aux confrères qui a connu une hausse remarquable de +102% en 2017 imputable à l'ouverture du terminal de Tanger Med, le CA d'AFG continuera à croître en l'année 2019 à deux chiffres **faisant preuve d'une novation dans son mix-produit.**

En effet, on s'attache à estimer que cette hausse de ventes aux confrères continuera dans l'avenir vu qu'elle est tributaire essentiellement de la position de force d'AFG par rapport au marché.

Il s'agit d'une activité qui **permet l'optimisation de l'approvisionnement sur les marchés internationaux afin d'éviter toute pénurie régionale de butane**, ceci compte tenu de l'importance stratégique de l'approvisionnement en butane pour le Maroc.

Ainsi, **Nous prévoyons une hausse du tonnage vendu de 5,85% en 2019** et une intégration de la totalité du tonnage du vrac vendus aux confrères.

Le CA en l'année 2019 ressortirait alors à **6,666 Mrds de MAD** contre 5,531 Mrds de MAD en 2018, **soit une hausse de 21% en 2019** contre 25% en 2018.

Le REX est prévu à 971 Mrd MAD à fin 2019^e, soit une hausse de 7% par rapport à 2018, avec une marge opérationnelle de 14,51% soit une détérioration de 1,5 points. Cette détérioration de la marge opérationnelle est **imputable à l'intégration de la totalité du tonnage vendu aux confrères.**

Tenant compte de la contribution sociale de solidarité, nous retenons aussi un impact au niveau du RNPG qui enregistrerait une hausse d'environ 6% au cours de l'exercice 2019^e. Le RNPG 2019 devrait ressortir à 712MMAD avec une dégradation de la marge nette d'à peu près 1,2 point (10,63% contre 11,85% en 2018).

Nos principales hypothèses reposent sur l'analyse de trois éléments catalyseurs qui s'avère désormais d'un impact considérable sur la valeur d'AFG:

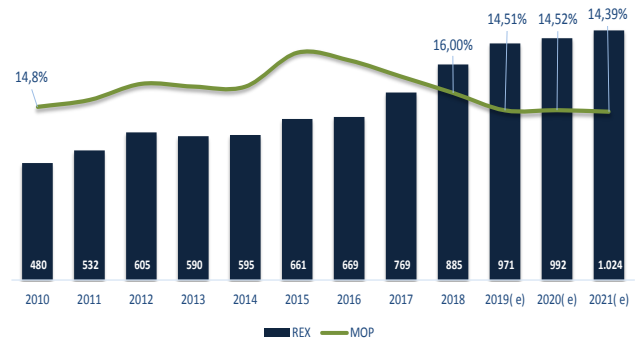
- 1- Le tonnage du Vrac vendu aux confrères
- 2- et la régularité des remboursements de la CDC

Graphe 36: Évolution du CA social et Consolidé AFG 2010 -2020^e



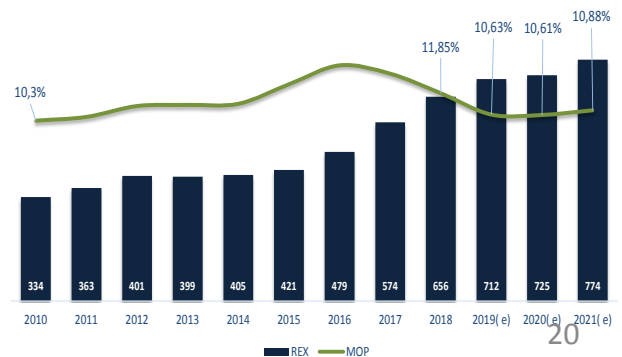
Source : Etats financiers AFG, CDGK research

Graphe 37: Évolution du Rst d'exploitation et de la marge opérationnelle 2010- 2020^e



Source : Etats financiers AFG, CDGK research

Graphe 37: Évolution du Résultat net et de la marge nette 2010-2020^e



Source : Etats financiers AFG, CDGK research

VALORISATION – PAR LA MÉTHODE DCF – UN POTENTIEL DE BAISSÉ DE 3,51%

Notre objectif de cours de 3859 MAD/ Action qui affiche un potentiel de baisse de 3,51% est obtenu par la méthode DCF.

Tableau 2: Hypothèses de valorisation de DCF

En Kdh	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
EBITDA	1.276.799	1.317.450	1.370.204	1.415.649	1.474.935
(=) Gross cash flow	979.497	1.013.803	1.056.587	1.094.309	1.141.886
Free Cash flows	751.745	464.310	514.691	530.347	567.106
Free cash flows actualisés	710.249	414.465	434.077	422.591	426.938

Ainsi, sur une base de 3 437 500 titres, notre valorisation par DCF s'établit à 3859MAD/action, tandis que le prix de clôture au 18/12/2019 est de 4000MAD. La décote observée du titre ressort actuellement à 3,51% de sa juste valeur DCF.

La sensibilité de notre modèle au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini est retracée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 1: tableau de sensibilisation au taux de croissance g et le WACC

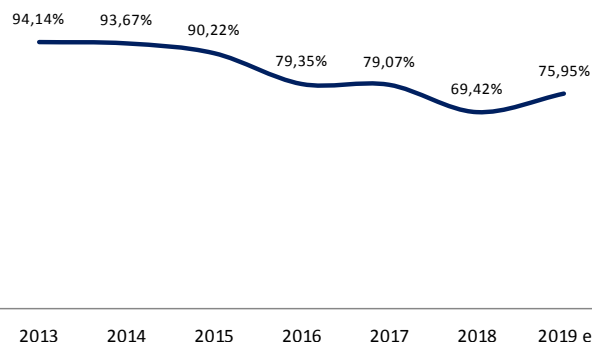
		Taux de croissance perpétuelle g				
		1,0%	1,5%	2,2%	2,5%	3,0%
WACC	5,5%	3.475	3.757	4.250	4.603	5.280
	5,8%	3.227	3.461	3.859	4.138	4.656
	6,5%	2.837	3.005	3.282	3.467	3.797
	7,5%	2.395	2.503	2.673	2.784	2.971

Source : CDGK rResearch

VALORISATION – PAR LA MÉTHODE DDM

- L'opérateur gazier est un distributeur de dividende qui a contribué de 2,03% à la distribution de la côte en 2018. Il a pu démontrer durant la période 2013-2016 sa capacité à maintenir ses dividendes à un niveau de 105 MAD/div et de 125 MAD/Div pendant les deux dernières années.
- Le payout ratio est la résultante principale de cette stagnation. Le repli de ce ratio pendant ces trois dernières années (en moyenne 79% contre 90% en 2015) relève d'une politique de distribution qu'on peut juger bénéfique et bonne pour l'entreprise. Ce ratio qui malgré sa dégradation montre un désir de rassurer ses créanciers en incorporant plus de résultats pour booster son autofinancement et ainsi renforcer son haut bilan pour mener les larges programmes d'investissement prévus pour les années à venir.
- Ainsi, compte tenu d'un taux de distribution moyen sur les trois dernières années 2016-2018 de 75,95%*, et sur une base de 3 437 500 titres, notre valorisation par DDM s'établit à 3728 MAD/action soit un potentiel de baisse de 6,80%. Le tableau suivant présente les différentes hypothèses retenues pour notre calcul de DDM.

Graphe 38: Evolution historique du Payout ratio



Source : Etats financiers AFG, CDGK research

Tableau 5: Les hypothèses retenues pour le calcul de DDM

Total distribution DIV 2018	429.688
Nbr d'actions	3.437.500
DPA perpétuel	125
Kcp	6,57%
g%	2,2%
Cous DDM	3.728
Cours au 18/12/2019	4.000
Surcote	-6,80%

Source : CDGK research

*le groupe ne manque pas de renforcer ses capitaux propres depuis 2010 en baissant le taux de distribution de 90% en 2009 à 79% en 2018.

VALORISATION – SYNTHÈSE

- Pondération entre les deux méthodes DCF et DDM, la valorisation de l'action Afriquia GAZ ressort avec un prix cible de 3794 MAD, contre 4000 au 18/12/2019. Il existe alors une surcote sur le marché, soit un potentiel de baisse de 5,16%.
- D'après le système de recommandation aux valeurs cotées sur la bourse de Casablanca de la CDGK Research, et on se basant uniquement sur la méthode DCF, nous sommes « **conserver** » vis-à-vis de ce titre.

Tableau 6: Synthèse de valorisation

Méthode d'évaluation	Pondération	Valorisation	
		Valeur Action Afriquia Gaz en MAD	Décote/Surcote
DCF	1/2	3.859	-3,51%
DDM	1/2	3.728	-6,80%
Valorisation AFRQUIA Gaz	1	3.794	-5,16%

Cours au 18/12/2019	4.000
----------------------------	--------------

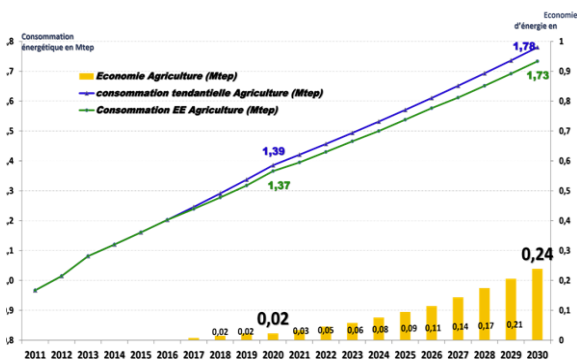
Source : CDGK research

RISQUES DE VALORISATION- L'EFFICACITÉ ÉNERGÉTIQUE DANS LE DOMAINE AGRICOLE ET INDUSTRIEL

L'AMEE a mis en relief les opportunités de l'économie d'énergie dans les secteurs de l'agriculture et l'industrie pour baisser la facture énergétique, appelant à davantage d'utilisation de technologies.

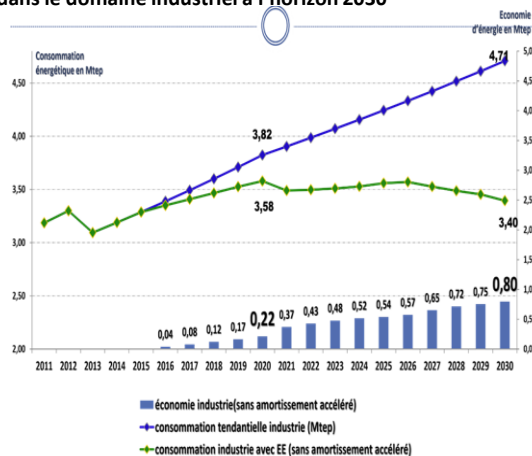
Impact sur le GPL : La consommation du GPL peut être revue à la baisse

Graphe 39: Stratégie nationale d'efficacité énergétique dans le domaine agricole à l'horizon 2030



Source : Agence Marocaine pour l'Efficacité Énergétique (AMEE)

Graphe 40: Stratégie nationale d'efficacité énergétique dans le domaine industriel à l'horizon 2030



Source : Agence Marocaine pour l'Efficacité Énergétique (AMEE)

RISQUE DE VALORISATION - LE GAZ NATUREL : SUBSTITUT OU OPPORTUNITÉ POUR AFG?

Le scénario de l'évolution de la demande en énergie primaire AVEC développement du gaz naturel est retenu !

Dans la stratégie énergétique nationale 2030, le scénario de l'évolution de la demande en énergie primaire avec développement du gaz naturel mais sans efficacité énergétique, démontre que le développement du gaz naturel limiterait le recours au charbon et les produits pétroliers : Le charbon verrait alors sa part presque stagner au alentours de 28 à 30 % jusqu'en 2030 et celle des produits pétroliers à 39%, tandis que la part du gaz naturel augmenterait de 4,9% en 2012 à 13,5% en 2030.

Une orientation qui confirme que le GNL s'imposera comme un nouveau choix énergétique pour les industriels et pour les besoins domestiques ayant d'important besoins en énergie!

Le gaz naturel finira éventuellement par remplacer le GPL !

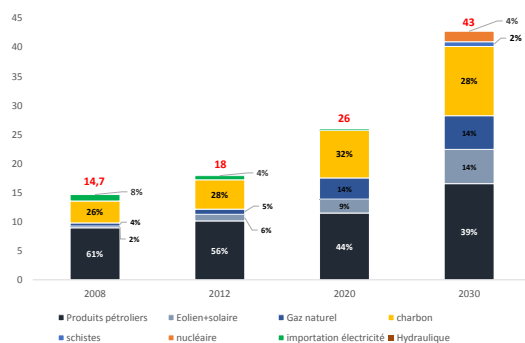
A court terme le scénario de substitution du GPL par la gaz naturel est écarté vu qu'actuellement les débouchés du gaz naturel restent restreints et concernent principalement les importations qu'effectue l'ONEE pour la production d'électricité. Mais sur le moyen et long terme, le Gaz naturel peut représenter une alternative aux combustibles actuellement présents sur le marché, en particulier le Fioul et le GPL. En effet, il est plus propre et plus performant.

En comparaison avec le Fioul et le GPL, le Gaz naturel après un processus de liquéfaction devient le combustible susceptible de produire le plus de chaleur lors de sa combustion: le PC (pouvoir calorifique) du GNL est 7% plus élevé que celui du GPL et 41% plus élevé que celui du Fioul domestique.

Quelle opportunité pour Afriquia Gaz?

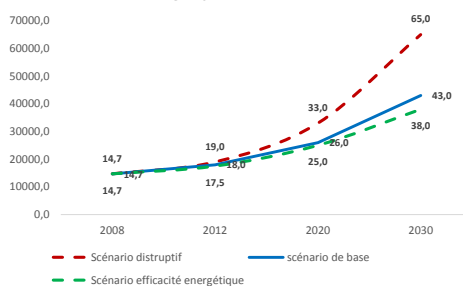
Dans le contexte actuel de réduction des émissions de gaz à effet de serre et d'utilisation d'énergie plus propre et plus performante, nous prévoyons à ce que le GNL s'introduira petit à petit dans la palette d'offre des principaux opérateurs gaziers au Maroc. Le projet de loi sur le gaz naturel en cours de préparation, qui organisera toute la chaîne gazières, prévoit pour l'activité de distribution et commercialisation l'octroi par l'Etat d'une concession pour chaque région du Royaume, et ce sur la base d'un appel d'offre. Les distributeurs actuels de GPL désireux d'investir dans la distribution du gaz naturel pourront soumissionner dans cet appel offre.

Graphe 41: l'évolution de la demande en énergie primaire AVEC développement du gaz naturel et sans efficacité énergétique



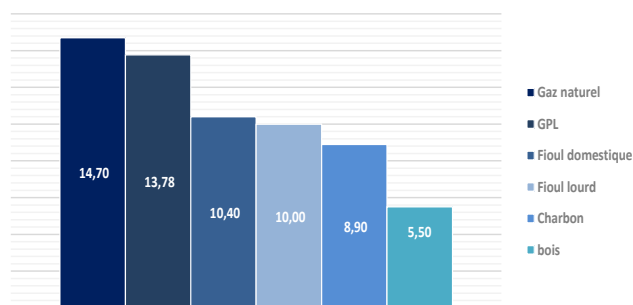
Source : Stratégie énergétique nationale 2030, CDGK research

Graphe 42: Les différents scénarios de l'évolution de la demande en énergie primaire



Source : Stratégie énergétique nationale 2030, CDGK research

Graphe 43: Le pouvoir calorifique des différents combustibles



Source : IEA, CDGK research

Avec quel type de clientèle ?

Chez Les ménages: Au niveau des usages domestiques (chauffage, cuisson, etc.)- qui occupe 87,42% de la consommation nationale du GPL- le gaz naturel en tant qu'énergie finale peut être utilisé en substitution. Et la méthode envisageable pour le commercialiser auprès des ménages sera à travers un réseau de distribution par canalisations en équipant les foyers de compteurs de gaz.

Chez les industriels: Les professionnels du BTP, les hôtels, les complexes immobiliers etc -qui occupent actuellement une part de 12,58% de la consommation nationale du GPL- peuvent changer d'énergie pour le GNL qui est réputé à être plus compétitifs en terme de performance et de propreté.

Risques de valorisation | Valorisation | Perspectives 2019 | Présentation d'Afriquia Gaz | Marché national du GPL

ANNEXES

STRUCTURE DU PRIX DU BUTANE CONDITIONNE

du 1er au 31 décembre 2019



	(DH/T)	
	CHARGES SUPERIEURES A 5 KG	CHARGES INFERIEURES A 5 KG
1- PRIX DE REPRISE, HORS TAXES	5 381,86	5 381,86
2- T I C	46,00	46,00
3- T V A (10% de 1+2)	542,79	542,79
4- Crédit de droit (0,41% de 2+3)	2,41	2,41
5- PRIX DE FACTURATION AUX CENTRES EMPLISSEURS (1+2+3+4)	5 973,06	5 973,06
6- COULAGE EMPLISSAGE(2% de 5)	119,46	119,46
7- MARGE ET FRAIS D'EMPLISSAGE	333,00	333,00
8- CAPSULAGE BOUTEILLES	20,00	50,00
SOUS TOTAL 5 à 8	6 445,52	6 475,52
A DEDUIRE TVA (3)	542,79	542,79
9- PRIX DE VENTE AUX SOCIETES DE DISTRIBUTION , HORS TVA	5 902,73	5 932,73
10- TVA (10% de 9)	590,27	593,27
11- PRIX DE VENTE AUX SOCIETES DE DISTRIBUTION , TVA COMPRISE (9+10)	6 493,00	6 526,00
12- FRAIS ET MARGE "SOCIETES DE DISTRIBUTION"	553,00	619,00
13- FRAIS ET MARGE "DEPOSITAIRES"	437,50	480,00
SOUS TOTAL (11+12+13)	7 483,50	7 625,00
A DEDUIRE TVA (10)	590,27	593,27
14- SOUS TOTAL HORS TVA	6 893,23	7 031,73
CALCUL TVA		
a) TVA (10% de la ligne 14)	689,32	703,17
b) TVA (9,091% de la ligne 17) (*)	284,32	279,85
15- TVA sur prix fort (**)	689,32	703,17
16- SOLDE CAISSE DE COMPENSATION	-4 455,05	-4 656,57
17- PRIX DE VENTE EN GROS TVA COMPRISE (14+15+16)	3 127,50	3 078,33
18- MARGE "DETAILLANTS"	205,83	255,00
19- PRIX DE VENTE AU DETAIL (PRIX DE BASE) (17+18)	3 333,33	3 333,33
	(c)	(d)

(*) TVA sur prix de vente en gros = 10% PV en gros hors TVA, correspondant à 9,091% du prix de vente en gros TVA comprise (ligne 17).

(**) Est pris en considération le plus fort des montants en (a) et (b).

(c) Soit 40 Dh par charge de 12 Kg en zone 0; 41,34 DH en zone I; 43,96 en zone II et 44,44 en zone III.

(d) Soit 10 Dh par charge de 3 Kg en zone 0; 10,34 DH en zone I; 10,99 en zone II et 11,11 en zone III.

Système de recommandation

CDGK Research a changé 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 CDGK Research 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

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

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

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

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

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