

The logo for CDG CAPITAL, with 'CDG' in dark blue and 'CAPITAL' in green, set against a background of a magnifying glass over a stock market chart.

# CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

## **OUTLOOK 2021 : VERS UNE CONSOLIDATION DU MARCHE ACTIONS.**

**NOTE D'ANALYSE**  
Juillet 2021

## Préambule

Depuis septembre 2020, le marché boursier casablançais s'est redressé et affiche une croissance de 21,8%<sup>1</sup>. Ceci reflète à notre sens l'anticipation par le marché d'une reprise économique et d'une amélioration de la masse bénéficiaire. Sous l'hypothèse où celle-ci atteindrait environ 27,5Mrds MAD à fin 2021, le niveau du MASI au 16/07/2021 représenterait un niveau de PER de 22,8x. Un niveau record depuis les 14 dernières années si nous considérons la lecture du PER 2020 biaisée par les circonstances. Toutefois, ce niveau nous semble cohérent avec le contexte de taux bas et de politique monétaire expansionniste.

En effet, malgré les besoins importants de financement du Trésor public, les niveaux actuels des taux BDT devraient rester globalement bas d'ici fin 2021, sous l'hypothèse d'une stabilité du cadre monétaire, et devraient permettre au marché action de maintenir son attractivité vis-à-vis des investisseurs.

Ainsi, avec une croissance du PIB qui devrait atteindre 5,3% en 2021 (selon les prévisions de Bank AL Maghrib) contre un recul de -6,3% enregistré une année auparavant et une amélioration potentielle de 38% de la masse bénéficiaire selon nos estimations, nous privilégions une approche de placement axée sur les secteurs cycliques dont les performances suivent celle de l'économie, notamment le secteur bancaire et celui du BTP.

Le secteur bancaire devrait bénéficier d'une dynamique continue de croissance des crédits distribués<sup>2</sup>, soutenue par des initiatives publiques (telles que les crédits garantis par la CCG), et par un allègement du coût du risque par rapport à 2020. Par ailleurs, le secteur du BTP devrait être également soutenu par la forte hausse des investissements publics, et les niveaux bas des crédits immobiliers à même d'alimenter une amélioration de la demande en logements.

Nous pensons donc que le marché boursier intègre globalement le potentiel de croissance anticipé après le rebond enregistré depuis septembre 2020. Néanmoins, certaines opportunités, que nous détaillerons ci-après, restent à saisir dans un cycle haussier en dehors d'un risque de basculement de la situation sanitaire.


<sup>1</sup> du 30/09/2020 au 16/07/2021

<sup>2</sup> Les crédits distribués devraient enregistrer une hausse de 3,5% en 2021 selon les prévisions de Bank AL Maghrib, en léger ralentissement par rapport à 2020 avec un taux enregistré de 3,9% en glissement annuel.

## SOMMAIRE

I.Préambule .....	2
II.ECONOMIC OUTLOOK .....	4
A. Reprise de la croissance économique – PIB .....	5
B. Marché des Bons du Trésor : quasi-stabilité des taux en 2020 .....	6
C. Légère atténuation du déficit de liquidité en 2021 .....	9
III.EARNING OUTLOOK .....	12
A. Les bénéficiaires des sociétés du MASI devraient renouer avec la croissance en 2021e ..	13
B. Des ratios de valorisations cohérents avec les niveaux des taux d'intérêt .....	14
IV.SECTOR OUTLOOK .....	16
A. Secteur Télécom .....	17
B. Secteur Banque .....	27
C. Matériaux de construction .....	45
a).SecteurCiments.....	50
b).Secteur Sidérurgie .....	59
VII.ANNEXES	
A. Résultats des sociétés Cotées 2019/2021e .....	67
Systeme de recommandation .....	69

## ECONOMIC OUTLOOK

The background features a large, faint, grey word 'ECONOMY' with a stylized line graph overlaid on it. A prominent yellow 3D arrow points upwards and to the right. In the bottom left corner, there is a partial view of a circular gauge or dial with a needle pointing towards the right. The overall theme is economic growth and progress.

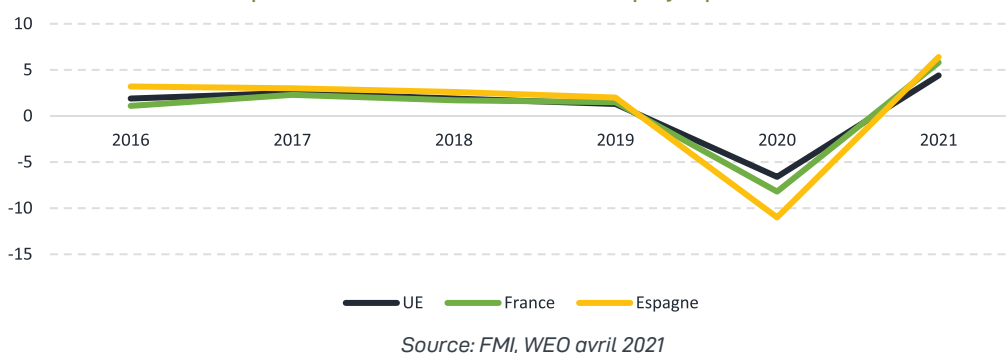
**PIB : +5,3%**  
**Liquidité : - 64,8 MRDS MAD**  
**Taux directeur : 1,5%**

## A. Un environnement international marqué par une reprise de la croissance économique et un renchérissement des prix des matières premières et énergétiques

Après une année 2020 chaotique pour la quasi-totalité des pays au niveau international, l'année 2021 devrait connaître une reprise en « V » favorisée par le bon avancement des campagnes de vaccination et par les politiques de soutien monétaires et budgétaires adoptées particulièrement par les économies développées. Ainsi le FMI a revu à la hausse sa prévision pour la croissance mondiale à 6% en avril 2021, contre 5,5% avancé trois mois auparavant.

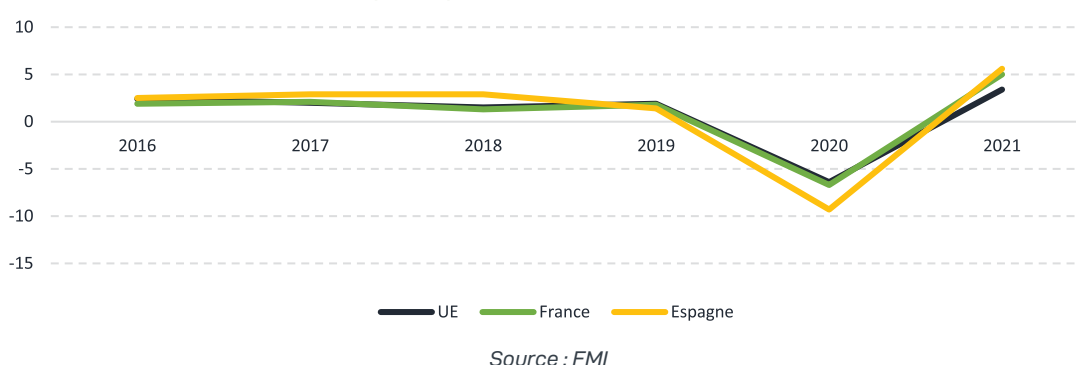
Toutefois, le rythme de propagation du nouveau variant Delta fait craindre une rechute sanitaire dans de nombreux pays, ce qui pourrait impacter significativement la reprise mondiale prévue. En effet, le variant Delta apparu initialement en Inde et qui se répand à grande vitesse, provoquant des flambées épidémiques en Asie et en Afrique, et faisant remonter le nombre de cas en Europe et aux Etats-Unis.

Graphe 1: Croissance chez les pays partenaires

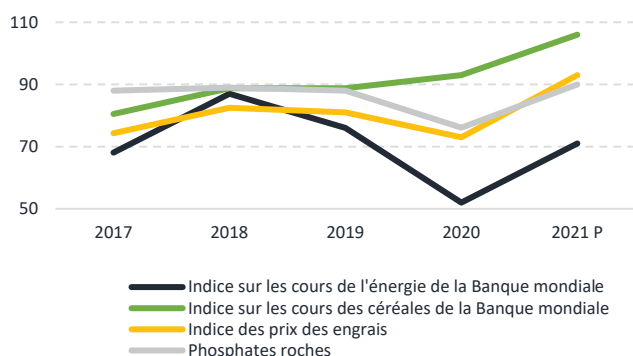


Les effets de cette reprise économique mondiale devraient impacter l'économie nationale à deux niveaux, en l'occurrence : (i) la reprise de la demande étrangère sur les biens et services nationaux, ce qui devrait contribuer significativement à la reprise économique prévue en 2021 et (ii) une atténuation du déficit de la balance commerciale et du compte courant sous l'effet prix des exportations, particulièrement les phosphates et dérivés dont les cours sont prévus en forte hausse en 2021, et l'accroissement du volume des expéditions des secteurs automobile et aéronautique. En effet, la hausse de ses trois rubriques devrait largement compenser celles relatives à l'importation des produits énergétiques et des denrées alimentaires. De même, les recettes touristiques devraient se redresser suite à l'assouplissement des restrictions d'accès au territoire nationale aussi bien pour les étrangers que les MRE.

Graphe 2: Evolution de La demande intérieure chez les pays partenaires (en GA)



Graphe 3: Evolution des indices des cours des matières premières et énergétiques



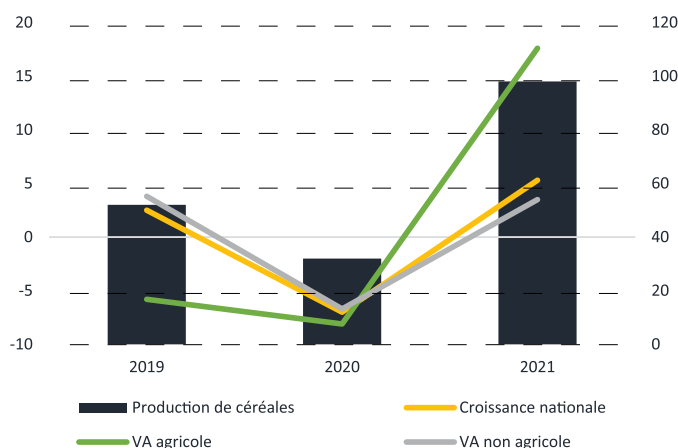
Source : Banque mondiale

Tenant compte de l'ensemble des prévisions du FMI (WEO avril 2021) et de la Banque mondiale (CMO avril 2021), l'appréciation globale semble positive aussi bien du côté de la croissance avec un retour de la demande étrangère que du côté de l'équilibre extérieur, avec une valorisation plus importante pour les exportations comparativement aux importations et un retour prévisible des IDE et des flux touristiques.

## B. Reprise économique en 2021 avec une évolution mitigée des équilibres macro-économiques

A l'image des perspectives à l'international, l'économie nationale devrait connaître une reprise importante de la croissance économique prévue à 5,3% en 2021, selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, contre un recul de -6,3% enregistré une année auparavant.

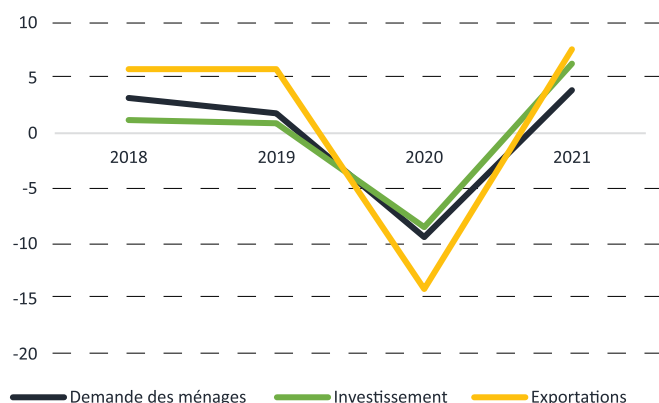
Graphe 4: Croissance (en %) et production céréalière (en millions de quintaux)



Source : HCP et Bank Al Maghreb

Ce redressement de l'activité économique découle : (i) de l'effet de base, (ii) d'une bonne année agricole avec une récolte céréalière qui avoisine les 98 millions de quintaux pour la saison 2020/2021 contre 33 millions de quintaux enregistrés une année auparavant et (iii) la reprise de la demande, particulièrement celle émanant des ménages, de l'investissement et de la commande étrangère.

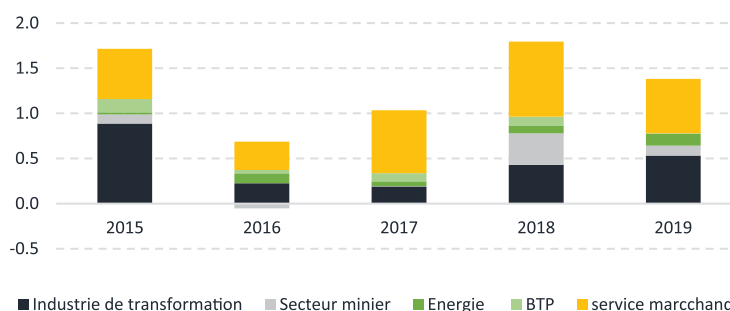
Graphe 5: Evolution des principales composantes de la demande



Source: HCP

De même, sur le plan sectoriel, certains secteurs sévèrement impactés par la crise et dont la contribution est prépondérante pour la croissance économique, devraient connaître une reprise importante en 2021, notamment: (i) les industries de transformation, dont la contribution moyenne au PIB a avoisiné les 0,6% sur la période 2015-2019, qui devraient profiter de la reprise des industries alimentaires et du textile et habillement; (ii) l'énergie avec le retour de l'activité économique (iii) le secteur minier qui devrait bénéficier de la hausse des prix; (iv) le BTP qui devrait jouir du dynamisme de l'activité des travaux d'infrastructure et du retour de la demande immobilière soutenue par la baisse des taux enregistrée en 2020; (v) les services marchands (0,6% en moyenne), particulièrement le transport et le commerce, tirées par la reprise de la demande intérieure.

Graph 6: Contribution à la croissance des secteurs impactés par la crise (en % au PIB)<sup>3</sup>

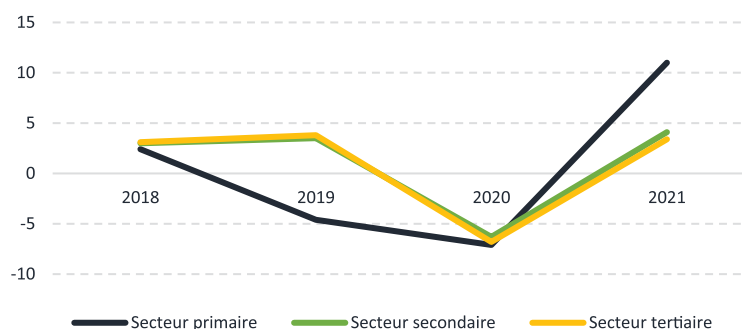


Source: HCP

Selon les prévisions du HCP publiées dans le cadre du budget économique prévisionnel 2021, l'ensemble des secteurs devraient connaître une reprise en « V » bien qu'à des rythmes différents selon la composition de chaque secteur et de la contrepartie qui le stimule en l'occurrence, la demande intérieure, extérieure ou l'investissement.

A cet effet, les activités du secteur secondaire, soutenues par l'amélioration des demandes extérieure et intérieure, devraient connaître un regain de dynamisme, avec une valeur ajoutée en amélioration de 4,1% en 2021 contre un net repli de 6,3% en 2020. Parallèlement, le secteur tertiaire devrait connaître une légère amélioration de son rythme de croissance de 3,4% en 2021 au lieu d'une baisse de 6,8% en 2020. Ce redressement s'explique par une reprise lente et graduelle des activités des services marchands.

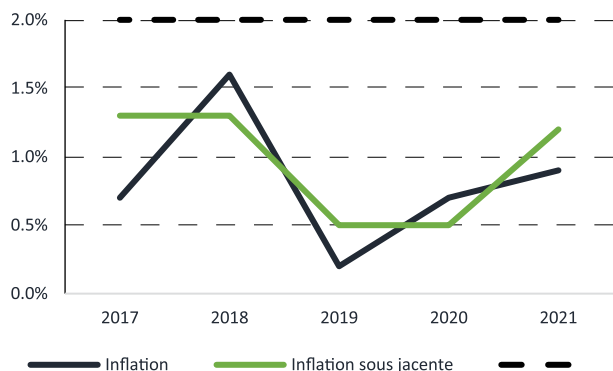
Graph 7 : la croissance réelle par secteur (en %)



Source: HCP

<sup>3</sup> Les données à fin 2020 ne sont pas encore disponibles.

Graphe 8: Inflation et inflation sous-jacente

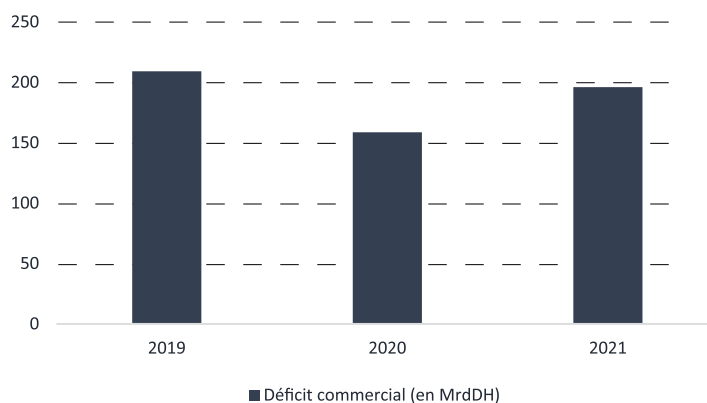


Source: HCP

Dans ce contexte, et en dépit de la hausse prévue de la demande, l'inflation devrait continuer à évoluer à des niveaux bas, largement inférieurs au seuil théorique de 2%. Ceci tient compte d'une part de la baisse prévue des prix de l'alimentation frais qui représente une composante principale du panier de l'Indice des Prix à la Consommation et, d'autre part, de la faible reprise des deux principaux stimulateurs de la demande des ménages, notamment l'emploi et les crédits.

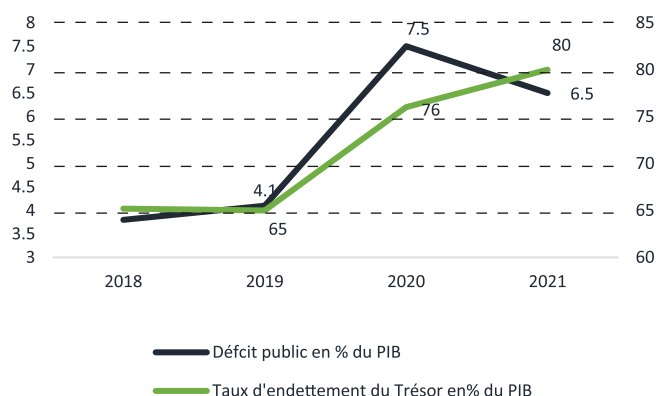
En outre, à l'image de l'exercice écoulé, le déficit commercial devrait continuer à bénéficier aussi bien de l'effet prix que celui du volume. En effet, du côté des exportations, la hausse importante des deux principales rubriques, notamment l'automobile et les phosphates et dérivés devrait largement compenser l'augmentation prévue des importations énergétiques, des biens d'équipement et de consommation. Ainsi, à fin avril 2021, le solde de la balance commerciale ressort en amélioration de 2,8 MrdDH en résultat d'un accroissement plus important des exportations (+18,7 MrdDH) comparativement aux importations (+15,9 MrdDH).

Graphe 7: Déficit commercial (en MrdDH)



Source: Office des changes et prévisions de Bank Al-Maghrib

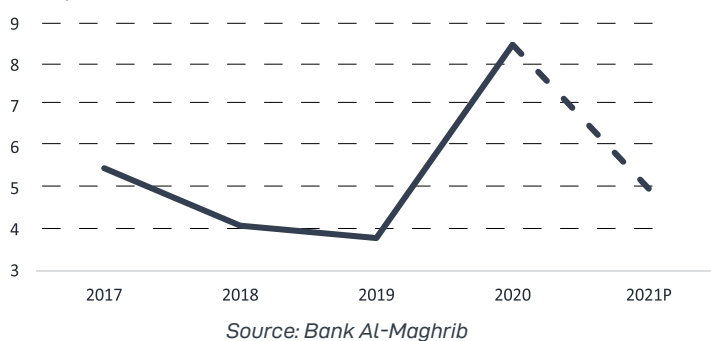
Graphe 8: Déficit et endettement publics (en% du PIB)



Source: Office des changes et prévisions de Bank Al-Maghrib

Pour ce qui est des finances publiques, l'année 2020 a représenté une véritable épreuve due à la baisse des recettes, particulièrement d'ordre fiscal, d'un côté, et à l'accroissement des dépenses, principalement d'ordre social et de santé, de l'autre côté. Bien que la volonté des pouvoirs publics s'inscrive dans une logique de rétablissement progressif des équilibres en 2021, la mission semble difficile compte tenu du rôle contracyclique que devrait jouer la politique budgétaire pour soutenir la reprise économique.

Graphe 9: Evolution de l'agrégat M3 (en % du PIB)

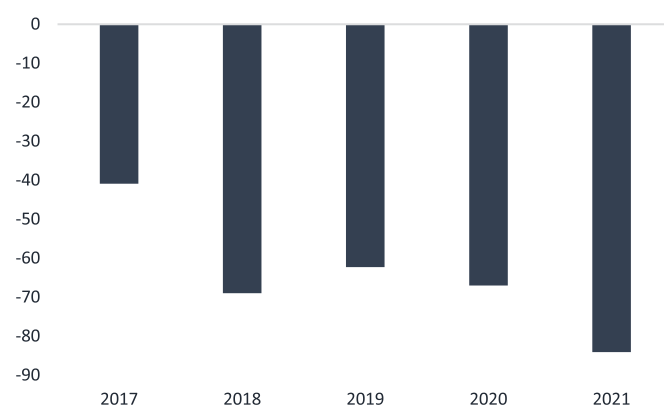


Parallèlement, le taux d'accroissement de la masse monétaire en circulation, mesurée par l'agrégat M3, s'est accéléré sous l'effet d'une hausse importante de la circulation fiduciaire et des dépôts à vue contre une baisse des dépôts à terme dans un contexte de taux baissier. Une tendance qui devrait se poursuivre en 2021 à un rythme moins important. Ainsi, la dernière prévision de Bank Al-Maghrib table sur une croissance de 5% en 2021 contre 8,5% enregistré une année auparavant.

### C. Légère atténuation prévue du déficit de liquidité en 2021

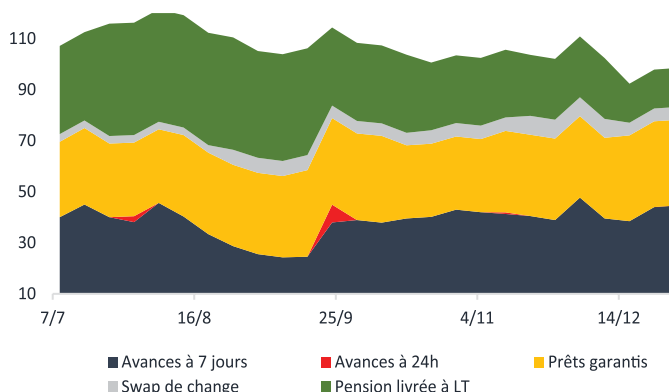
La forte hausse de la circulation fiduciaire (+52 MrdDH) conjuguée au léger recul des avoirs officiels de réserves de change (-4,5 MrdDH) s'est soldé par un faible accroissement du déficit de liquidité bancaire passant de - 62,3 MrdDH à fin 2019 à -67 MrdDH une année plus tard.

Graphe 7 : Évolution du déficit de liquidité bancaire (en MrdDH)



Face à ce léger creusement du déficit de liquidité, Bank Al-Maghrib a augmenté ces avances accordées aux banques en favorisant les instruments de long terme, notamment les pensions livrées (3 mois et 1 an) et les prêts garantis au détriment de l'instrument principal classique, notamment les avances à 7 jours sur appel d'offre.

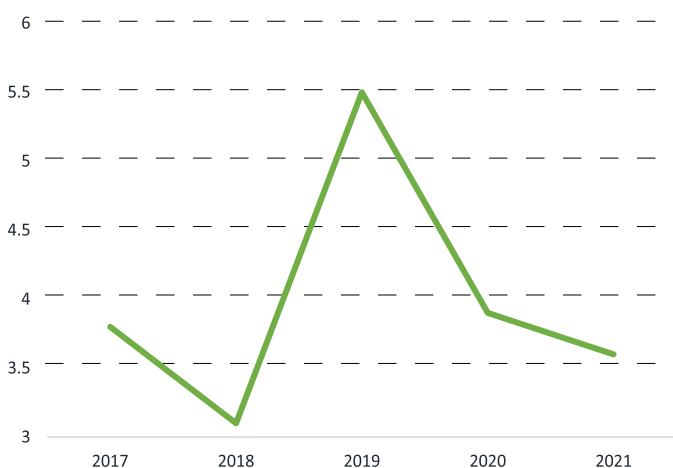
Graphe 8: Interventions de Bank Al-Maghrib (en MrdDH)



En effet, la moyenne de l'encours des avances de Bank Al-Maghrib est passée de 77,3 MrdDH en 2019, avec 95% sous format d'avance à 7 jours, à 96,5 MrdDH en 2020 avec seulement 44% en avances hebdomadaires, 31% en prêts garantis et 21% en pensions à long terme.

Selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib publiées dans son rapport sur la politique monétaire de juin 2021, le déficit de liquidité devrait s'atténuer légèrement en 2021 pour s'établir à -64,8 MrdDH au terme de l'année contre -67 MrdDH enregistré une année auparavant. Ce léger recul devrait résulter (i) d'une atténuation du rythme d'accroissement de la circulation fiduciaire comparativement à l'exercice 2020 et (ii) une amélioration des réserves de change, tenant compte des tirages extérieurs du Trésor, ainsi que de l'allocation de DTS prévue par le FMI qui devrait s'établir à 328,5 MrdDH à fin 2021 contre 320,6 MrdDH enregistré une année auparavant.

Graph 9 : Évolution des crédits bancaires au secteur non financier (en % en GA)



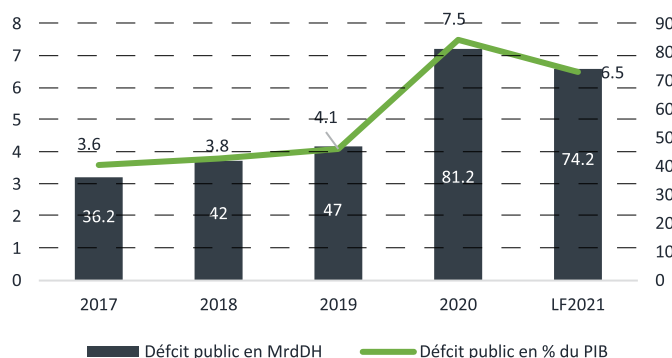
Source: Bank Al-Maghrib

Dans ce contexte, et malgré les deux baisses de 75 Pbs du taux directeur à 1,5%, les crédits bancaires ont poursuivi leur décélération qui devrait persister en 2021.

## D. Marché des Bons du Trésor: quasi-stabilité des taux malgré le besoin important du Trésor public

Comme souligné ci-dessus, les finances publiques ont été mises à rude épreuve sous l'effet la crise covid19 avec un quasi doublement du déficit public, lequel est passé en valeur nominale à 81,2 MrdDH en 2020 contre 47 MrdDH enregistré une année auparavant.

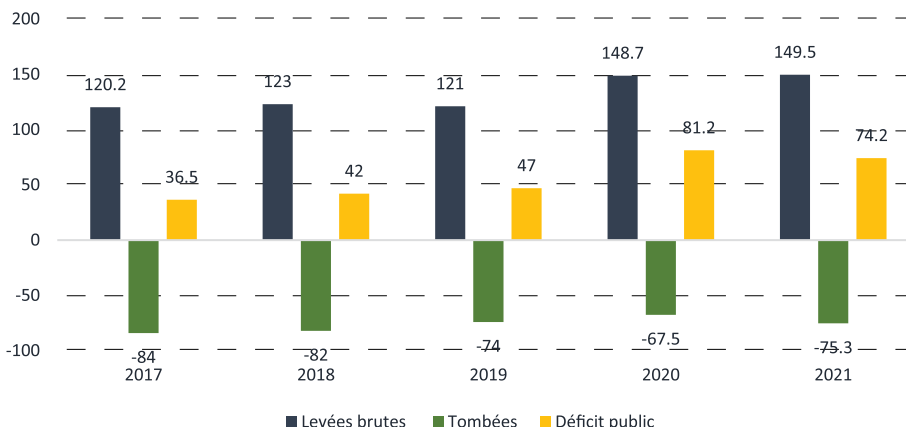
Graph 10 : Déficit public (en Mrds MAD et en % du PIB)



Source: Trésorie Générale du Royaume (TGR)

Toutefois, et compte tenu des circonstances particulières de la crise sanitaire exigeant d'une part, de maintenir un niveau de réserve de change confortable et d'autre part, d'éviter un effet d'éviction au détriment du secteur privé, le financement du déficit public en 2020 a été couvert par des ressources extérieures à hauteur de 63% contre seulement 37% en 2019.

Graphe 11 : Tombées et levées nettes en BDT

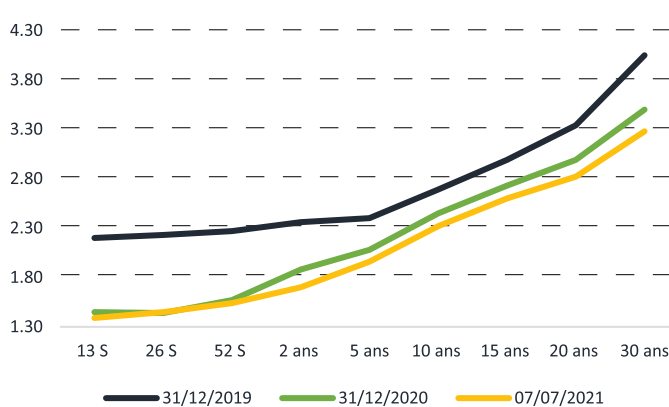


Source: TGR et calculs CDG Capital

Ce fort recours aux ressources externes, comme en témoigne les deux sorties du Trésor public à l'international en 2020 de 1 Mrd d'euros (septembre) et 3 Mrd de dollars (décembre), a atténué l'impact de la hausse importante du besoin du Trésor sur le marché local, favorisant ainsi, une baisse de la courbe des taux, qui a été appuyée significativement par les deux révisions à la baisse du taux directeur de 75 Pbs.

Pour l'année 2021, malgré les efforts considérables des pouvoirs publics visant une restauration des équilibres de finances publiques, le déficit public devrait rester important, et ce compte tenu de la lenteur du redressement des recettes fiscales face à la hausse continue des dépenses aussi bien ordinaires que d'investissement. Ainsi, tenant compte de l'importance des tombées en bons du Trésor, le besoin de financement devrait rester quasi-similaire à celui de l'année écoulée.

Graphe 12 : Courbe des taux secondaires



Source : Bank Al-Maghrib et calculs CDG Capital

**EARNING OUTLOOK**



**RN Consolidé 2021e: +38%**

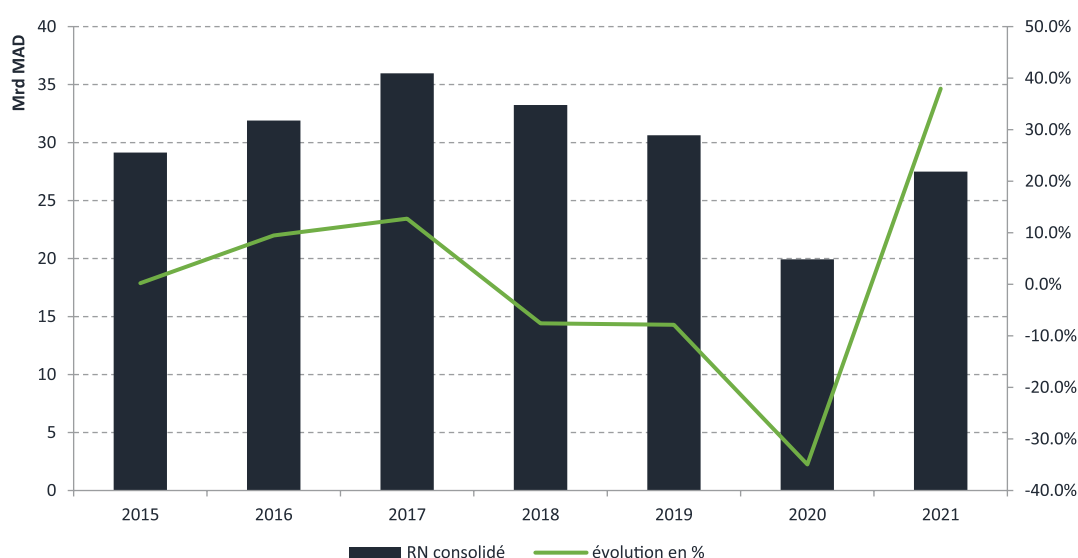
## A. Les bénéficiaires des sociétés du MASI devraient renouer avec la croissance en 2021e

Pour l'année à venir, les réalisations des sociétés cotées à la bourse de Casablanca devraient bénéficier de plusieurs facteurs favorables, notamment :

- i) La reprise de la croissance économique sous l'hypothèse d'une crise sanitaire mieux maîtrisée avec une croissance du PIB estimée à 5,3% en 2021e contre -6,3% en 2020, selon Bank Al Maghrib.
- ii) L'augmentation des investissements publics prévue dans la loi de finances 2021 devrait profiter aux producteurs de matériaux de construction, en particulier les producteurs d'acier et de ciment.
- iii) La reprise de la demande pour les entreprises industrielles, profitant d'un effet de base favorable.
- iv) La légère amélioration du coût du risque du secteur bancaire par rapport à 2020. Nous pensons tout de même que les tensions sur le coût du risque devraient persister, et il devrait à notre sens se maintenir à un niveau élevé, relativement supérieur à sa moyenne historique.
- v) Ou encore la non-réurrence de la contribution au Fond Covid.

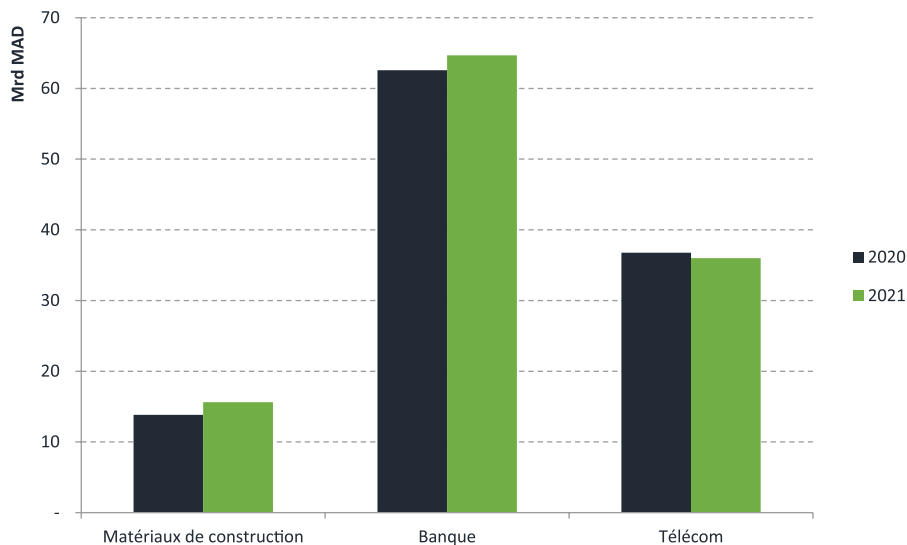
Dans ce sens, la masse bénéficiaire devrait finir l'année en hausse de 38% sur la base de nos prévisions de croissance de notre univers de valeurs couvertes, qui représente 76,3% du résultat net consolidé des sociétés cotées à la bourse de Casablanca à fin 2020.

Graph 18 : Evolution du résultat net consolidé



Source : CDG Capital Insight, Etats de synthèses des sociétés cotées

Graph 19 : Evolution du CA des secteurs Banque, Télécom et Matériaux de construction



Source: CDG Capital Insight, Etats de synthèses des sociétés cotées

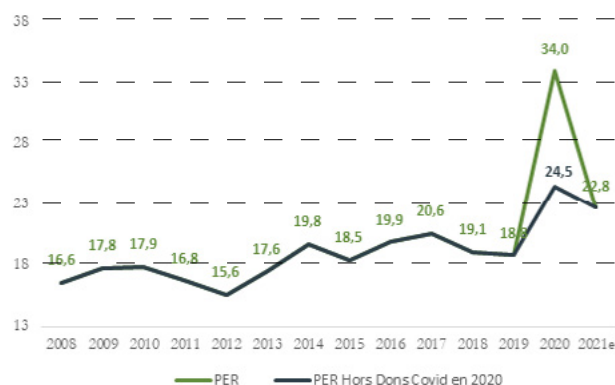
## B. Des ratios de valorisations cohérents avec les niveaux des taux d'intérêt

Après la récente performance du marché action, il peut sembler à première vue cher, et dissuader ainsi les investisseurs de placer leur argent.

En effet, au 16/07/2021 le MASI affiche un PER de 22,8x sur la base des bénéfices de 2021, un niveau élevé par rapport à sa valeur historique. Au cours des 14 dernières années, un multiple de prix aussi élevé n'a jamais été maintenu, à l'exception de l'année 2020, au cours de laquelle la lecture du PER a été biaisée par l'impact sévère et ponctuel sur les résultats dû aux mesures strictes de confinement et les éléments exceptionnels des résultats des sociétés cotées.

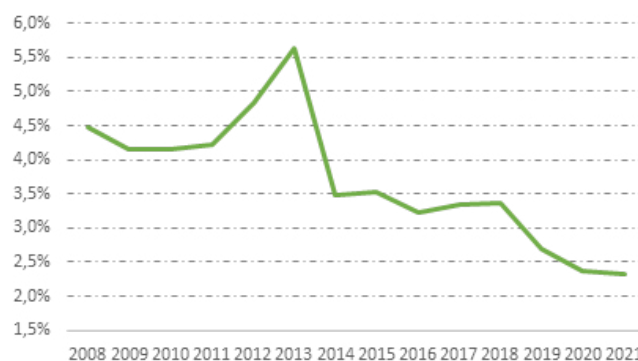
Cependant, ce niveau du PER nous semble cohérent avec le contexte de taux bas et de politique monétaire expansionniste.

Graph 20 : Evolution du P/E par rapport à sa moyenne historique 2009-2021e



Source : AMMC, Insight Research

Graph 21 : Evolution des niveaux de taux des bons de trésors 10 ans



Source : BKAM, Insight Research

A hand holding a transparent globe over a city skyline. The globe is semi-transparent, showing the city buildings inside. The background is a blurred cityscape with a large, stylized white arrow pointing downwards. The overall image has a futuristic and technological feel.

## SECTOR OUTLOOK

**BANQUES : ATW, BOA, CDM, BCI, BCP**  
**TELECOM : IAM**  
**CIMENTS : LAC, CIMAR**  
**SIDERURGIE : SID**

**SECTEUR TELECOM****A. Exécutive summary du secteur télécom****• Aperçu de l'industrie télécom en 2020**

Le secteur des télécommunications, a pu absorber les premières ondes de choc de la pandémie COVID-19 avec résilience. En effet, contrairement à de nombreuses autres industries, ce secteur a généralement été exempté des restrictions majeures liées au confinement. Au contraire, les opérateurs ont profité d'un afflux vers la Data et l'utilisation accrue du haut débit durant cette crise sanitaire. Néanmoins, le segment Mobile a pâti des impacts de la crise notamment sur les activités du trafic entrant de l'international et le roaming.

Ceci s'est traduit au niveau des réalisations du groupe Maroc Télécom par une légère hausse du chiffre d'affaires et une forte hausse des résultats profitant d'un effet de base favorable dû à la constatation d'une provision de 3,3 Mrd MAD en 2019 correspondant à l'amende de l'ANRT.

**• Opportunités en 2021**

Le secteur télécom fait face à des mutations importantes. Certes, les revenus voix demeurent la principale composante du chiffre d'affaires du secteur. Toutefois, la pression sur les prix, l'utilisation croissante de la téléphonie VoIP et les applications de messageries instantanées gratuites, nous alertent sur la pérennité de croissance du business model actuel. Pour l'année à venir, nous pensons que les revenus du segment Mobile du groupe Maroc Télécom devraient être impactés par un environnement fortement concurrentiel ainsi que la baisse des terminaisons d'appels instaurés par l'ANRT. Néanmoins, la bonne tenue de la Data et le soutien continu des filiales subsaharienne devraient atténuer cette baisse.

Par ailleurs, la non-réurrence de la contribution au fonds Covid 19 devrait largement compenser les tensions sur les prix, contribuant à une amélioration du résultat net.

**• Valorisations**

Le secteur télécom à la bourse de Casablanca se négocie à 20,5x sa capacité bénéficiaire en 2021e, en quasi-stabilité par rapport à son niveau moyen historique sur les dix dernières années.

**• Nos recommandations :**

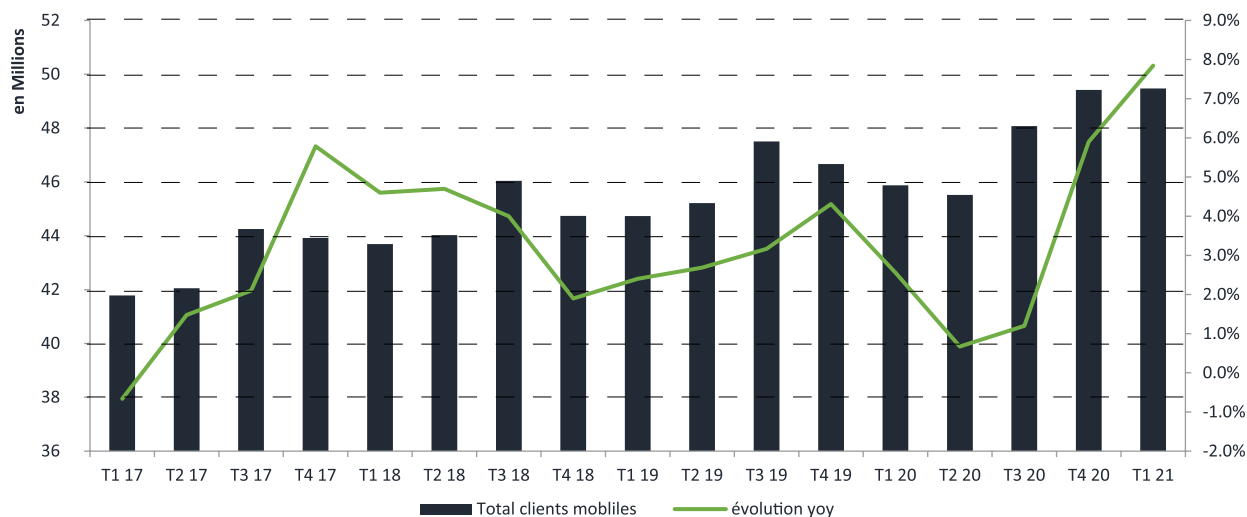
IAM- Conserver - cours cible : 133 MAD/action – potentiel de baisse : -2,0%

## B. Les revenus Mobile sous pression pour 2021e

### • Une croissance dynamique du parc clientèle

Le marché mobile au Maroc se caractérise par une maturité croissante où il a fini par atteindre un taux de pénétration qui avoisine 138% au T1 2021. En effet, le 1er trimestre a connu une nouvelle hausse de 3,6 millions du nombre de nouveaux clients mobiles par rapport au T1 2020. Au total, le nombre de clients mobile s'élève à 49,5 millions au T1 2021, en hausse annuelle de 7,8% (vs 5,9% en 2020), soit un niveau d'évolution qui demeure remarquable pour un marché mature.

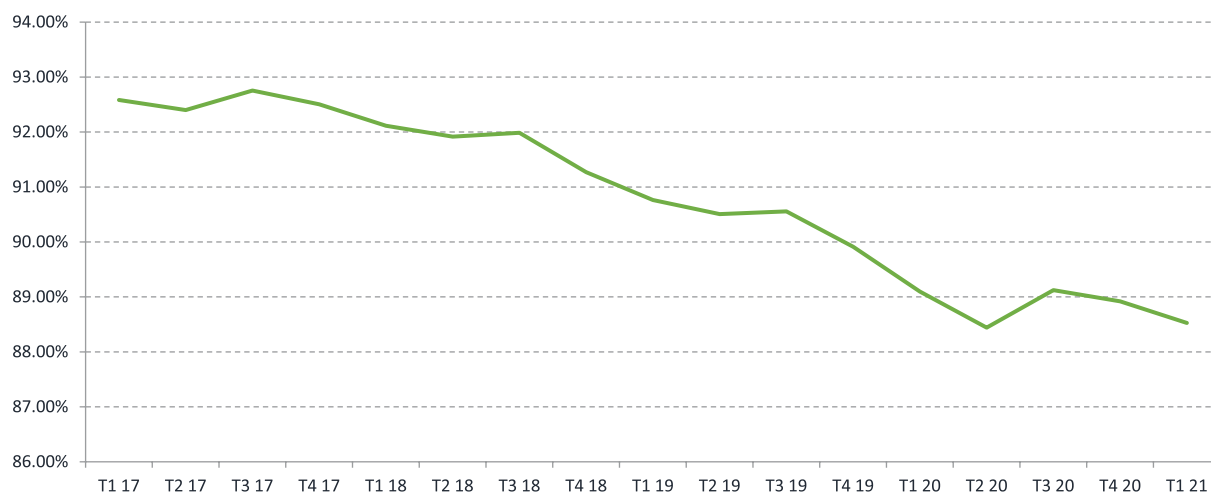
Graph 22 : Evolution du nombre de clients mobile



Source : CDG Capital Insight, ANRT

Cette progression résulte des hausses respectives de 7,2% et 13,5% des parcs de clients prépayés et post-payés. Nous soulignons aussi qu'en dépit d'une légère hausse de la part des clients post-payés dans le total des clients mobiles qui ressort à 11,5% au T1 2021 contre 10,9% au T1 2020, les clients prépayés restent de loin plus dominants.

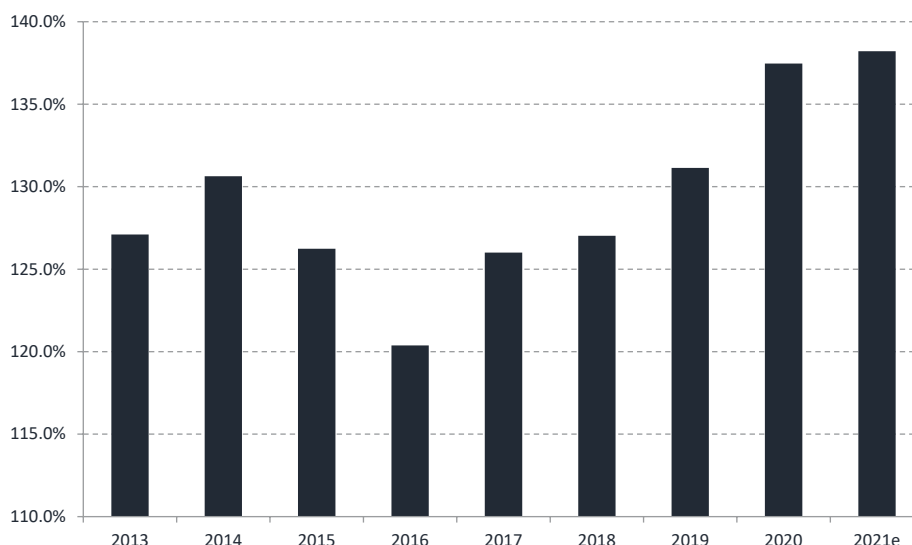
Graph 23 : Evolution de la part des clients prépayés



Source : CDG Capital Insight, ANRT

Pour l'année à venir et tenant compte de la maturité du marché Mobile, nous tablons sur une légère augmentation du taux de pénétration à 138,2% contre 137,5% en 2020. Par conséquent, le nombre de clients mobile devrait s'établir aux alentours de 50,2 millions d'abonnés, selon nos estimations.

Graphe 24 : Evolution du taux de pénétration



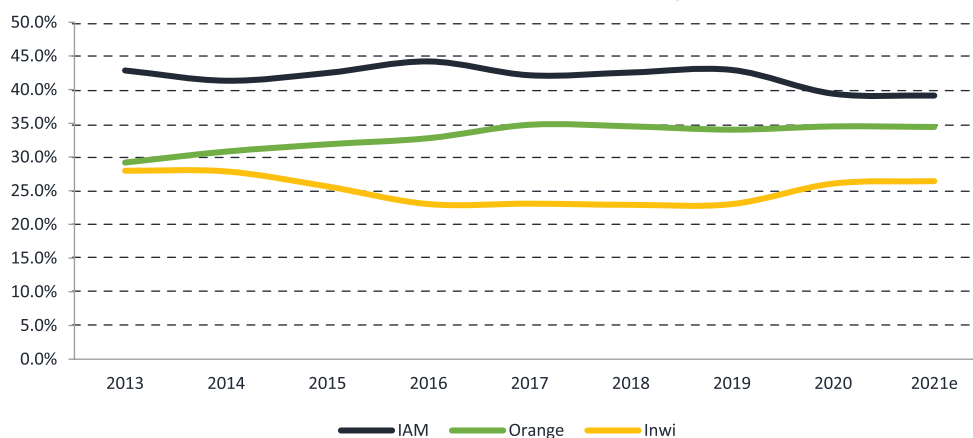
Source: CDG Capital Insight, ANRT

• **L'opérateur historique peine à maintenir sa position**

Au titre du 1er trimestre 2021, le parc des clients mobile de l'opérateur historique a enregistré une baisse de 3,2% par rapport au T1 2020 contre une hausse de 7,8% pour le secteur. Par conséquent, le nombre de client mobile du groupe s'est établi à 19,3 millions d'abonnés à fin mars 2021, selon les statistiques de l'ANRT. Cette régression de la croissance est liée en grande partie à l'intensification de la concurrence que connaît le secteur et une accentuation des efforts commerciaux de la part des différents opérateurs. Au final, la part de marché totale de l'opérateur historique ressort à nouveau en recul à 39,0% au T1 2021 contre 43,5% au T1 2020.

Dans ce sillage, nous tablons sur une légère baisse de la part de marché du groupe pour l'année 2021e à 39,1% contre 39,4% à fin 2020.

Graphe 25 : Evolution de la PDM du groupe IAM



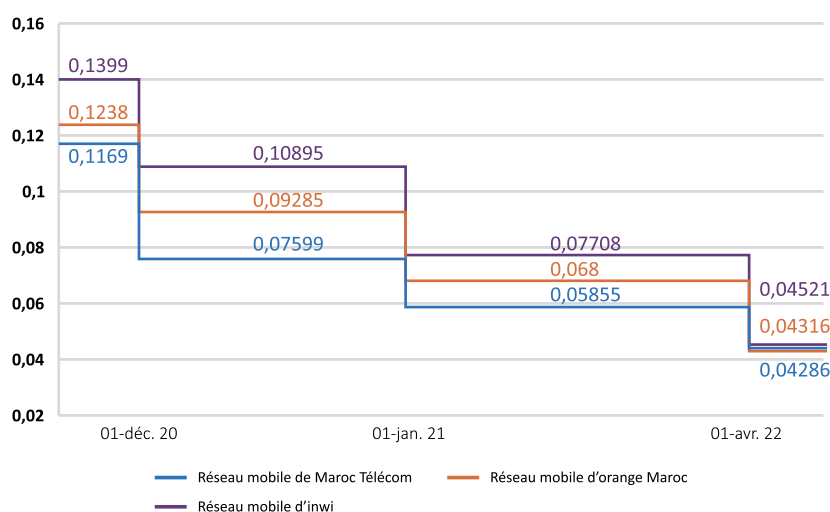
Source: CDG Capital Insight, ANRT

• **Des tensions continues sur l'ARPU**

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 et par conséquent, nous pensons que l'ARPU (Average Revenu Per User) devrait reculer pour l'année à venir.

En effet, l'ANRT a décidé encore une fois de pousser les opérateurs vers une baisse des prix des communications au Maroc, avec notamment sa décision relative à la baisse des tarifs de terminaisons d'appels, tout en maintenant une asymétrie temporaire entre les opérateurs, tenant compte de la position de dominante du groupe Maroc Télécom. De ce fait, l'opérateur Maroc télécom encaisse moins quand un concurrent passe un appel sur son réseau.

Graph 26 : Evolution des terminaisons d'appel en MAD

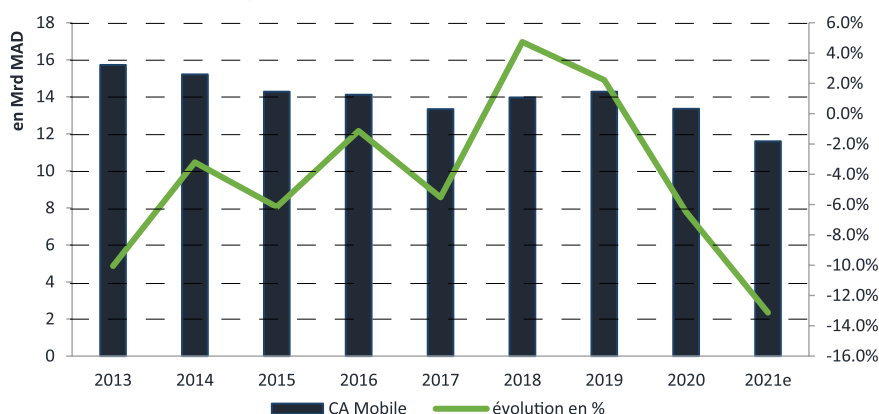


Source: CDG Capital Insight, ANRT

Dans ce sens, pour l'année à venir, nous prévoyons une baisse de 12,7% de l'ARPU mixte du groupe Maroc Télécom à 47,8 MAD, compte tenu de la baisse des terminaisons d'appel, d'une quasi-stabilité de l'usage et d'une bonne tenue de la Data Mobile (voir la partie en dessous).

Au final, tenant compte de l'ensemble de ces éléments, nous estimons que les revenus mobiles du groupe devraient enregistrer une diminution de 13,1% par rapport à fin 2020 à 11,6 Mrd MAD. En effet, la bonne tenue de la Data Mobile ne suffirait pas à compenser la forte baisse des prix.

Graph 27 : Evolution du CA mobile



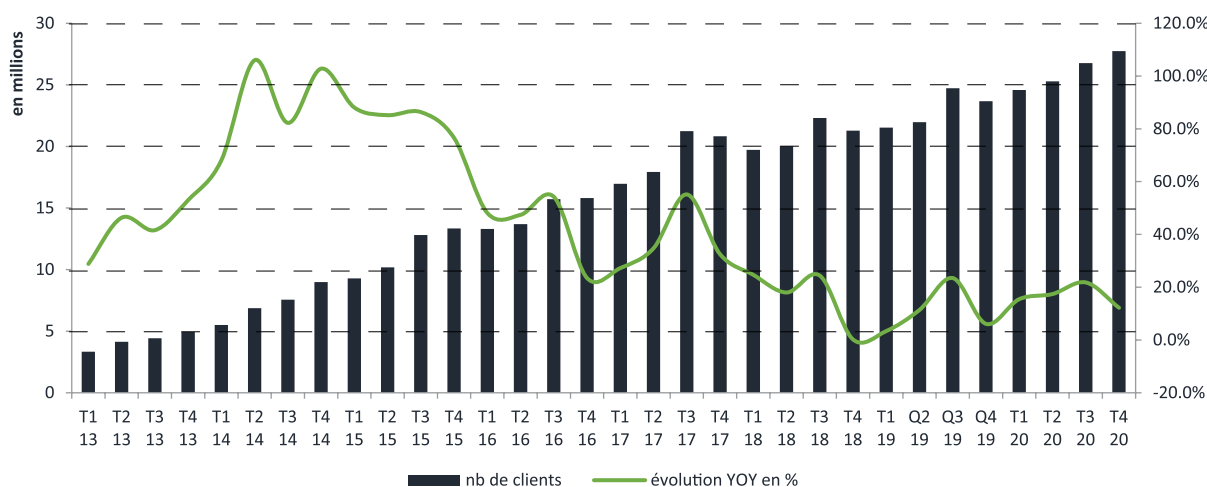
Source: CDG Capital Insight, Etats financiers du groupe Maroc Télécom

### C. La Data comme levier de croissance à moyen terme

Aujourd’hui, le secteur Télécom fait face à des mutations importantes. Certes, les revenus voix demeurent la principale composante du chiffre d’affaires du secteur. Toutefois, la pression sur les prix, l’utilisation croissante de la téléphonie VoIP et les applications de messageries instantanées gratuites, nous alertent sur la pérennité de croissance du business model actuel.

Parallèlement, nous assistons à un développement significatif de la Data qui représente aujourd’hui un nouveau levier de croissance. En effet, le nombre de clients Data mobile a enregistré une croissance à deux chiffres durant les cinq dernières années, passant de 13,3 millions d’abonnés à fin 2015 à 27,7 millions d’abonnés à fin 2020, soit un TCAM de 15,8%.

Graph 28 : évolution des clients Data Mobile au Maroc

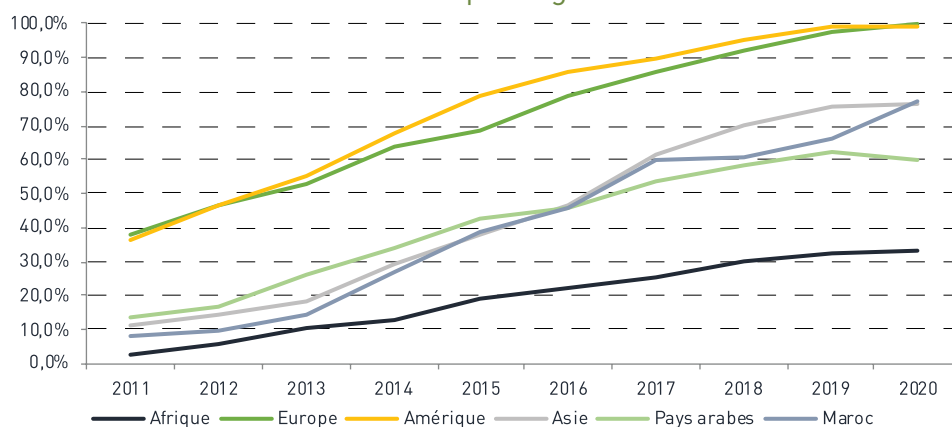


Source: CDK Insight, ANRT

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 77,2% à fin 2020 contre 39,1% à fin 2015.

Nous pensons alors que le potentiel de croissance est loin d’être épuisé dans ce segment vu que le taux de pénétration demeure bas comparativement aux pays développés. Il ressort à 99,2% en Amérique et 99,9% en Europe à fin 2020. Par ailleurs, le groupe Maroc Télécom devrait bénéficier à travers ses filiales du potentiel de croissance qu’offre le continent africain où le taux de pénétration demeure très bas et s’établit à seulement 33,1% selon les statistiques de l’IUT.

Graph 29 : évolution des taux de pénétration de la Data Mobile par région

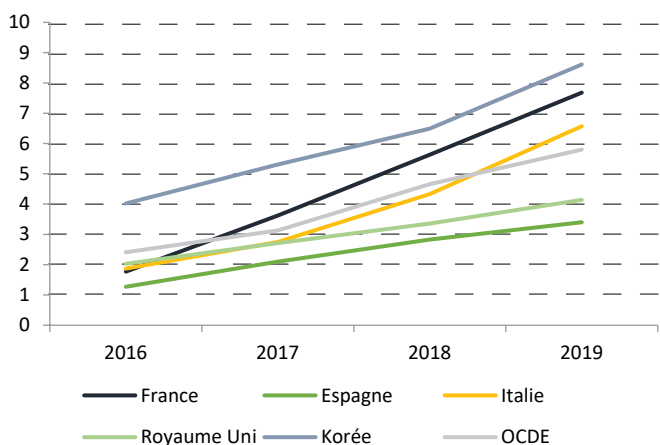


Source: CDK Insight, ITU, ANRT

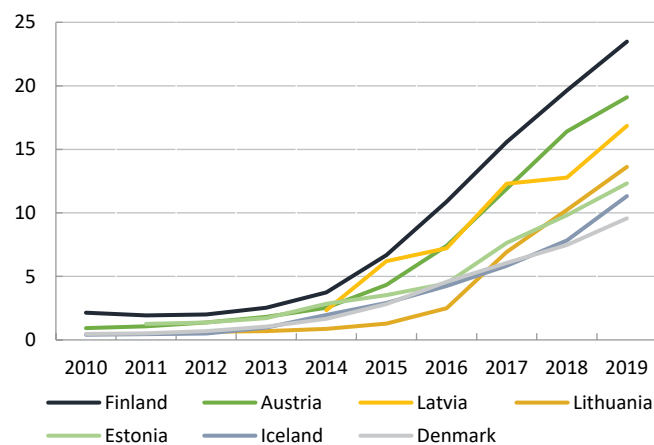
Au-delà du potentiel de croissance du portefeuille clients, les revenus dépendent aussi de l'usage, autrement dit du volume consommé, où là encore le potentiel de croissance demeure important.

En 2020, nous estimons la consommation par mois au Maroc aux alentours de 4 Go alors qu'elle s'est située à une moyenne de 5,8 Go pour les pays de l'OCDE et une moyenne de 14,5 Go pour les pays nordiques en 2019 qui sont aujourd'hui les pays les plus consommateurs de la Data mobile. Ce qui représente une source de revenus potentielle pour le secteur.

Graphe 30 : évolution de l'usage Data Mobile en Go



Graphe 31 : évolution de l'usage Data Mobile en Go



Source: CDK Insight, ITU

Au final, nous pensons que la Data demeure la composante essentielle de la stratégie des opérateurs et devrait soutenir la croissance des revenus du secteur à moyen terme. Nous estimons alors une hausse annuelle moyenne du CA Data mobile du groupe Maroc Télécom aux alentours de 7% sur les cinq prochaines années, tenant compte comme hypothèse des hausses annuelles moyennes de 3,0% et de 3,9% du nombre de clients Data mobile et de l'ARPU Data respectivement entre 2020 et 2025e.

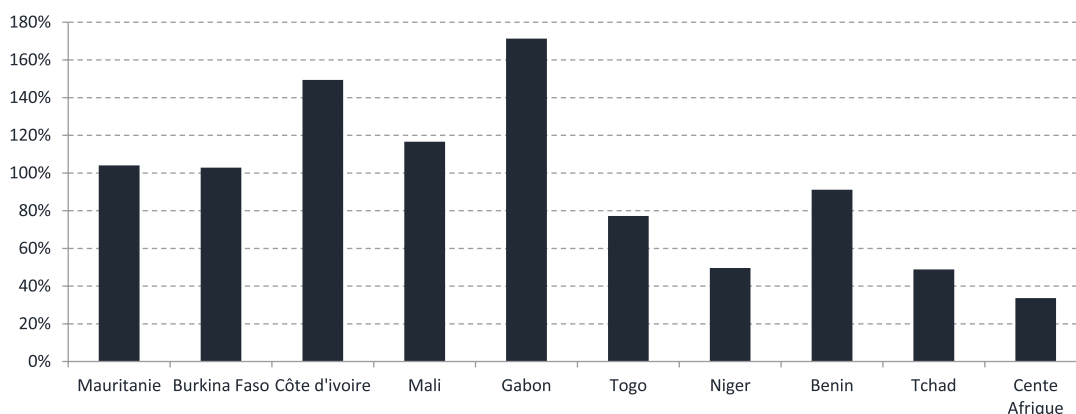
## D. Un soutien continu mais contraint des filiales subsahariennes

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 44,7% du CA à fin 2020.

Ces filiales en Afrique sub-saharienne ont pris le relais et continueront de soutenir la croissance du groupe pour l'année à venir. Dans ce sens, nous pensons que certains de ces marchés africains devraient continuer à offrir un potentiel important de croissance des parcs clients vu le niveau relativement bas des taux de pénétration et une croissance plus importante de la population pour les années à venir par rapport au Maroc.

Aussi, les revenus provenant des filiales africaines devraient bénéficier du bon essor de la Data Mobile, comme expliqué précédemment.

Graphe 32 : Taux de pénétration par pays

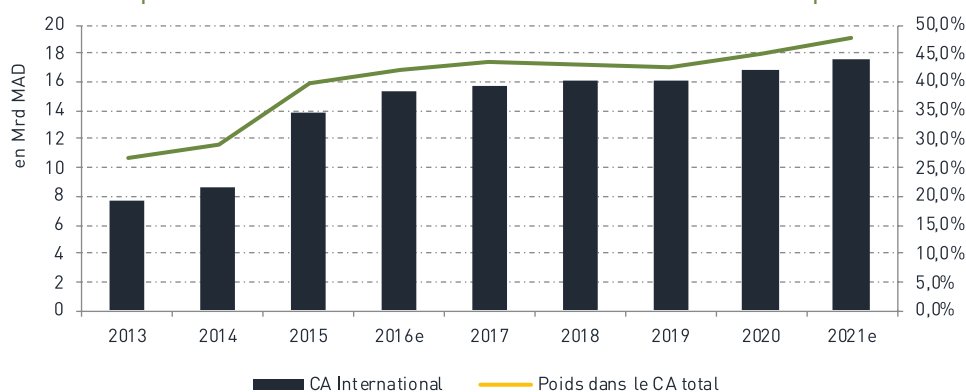


Source: CDK Insight, ITU, ARCEP

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, devraient continuer à limiter l'évolution du CA à l'international.

Dans ce sens, nous tablons sur une hausse de 4,1% du CA à l'international pour s'établir à 17,6 Mrd MAD, sur la base d'une hausse de 3,5% du nombre d'abonnés mobile global des filiales et une baisse de 3,7% de l'ARPU moyen.

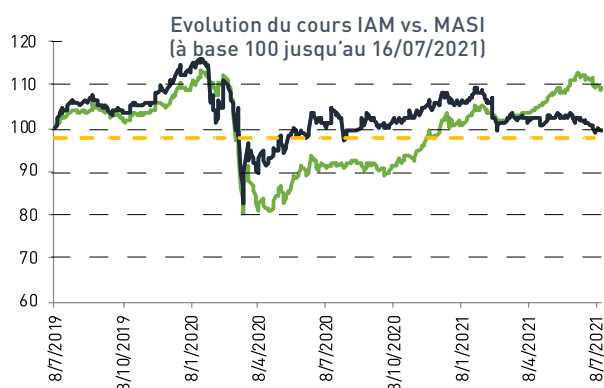
Graphe 33 : évolution du CA à l'international et son poids



Source : CDK Insight, Etats financiers de Maroc Télécom

## E. Valorisations et recommandations

### i. IAM



Recommandation : Conserver  
Cours cible : 133 MAD  
Potential : -2,0%  
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD

	2019	2020	2021e
CA	36,5	36,8	36,0
REX	8,2	12,0	11,1
RNPG	2,7	5,4	5,8

Valorisation et recommandation

Sur la base du modèle DCF, notre valorisation du groupe Maroc Télécom ressort à 133 MAD par action, soit un potentiel de baisse de 2,0% par rapport au cours du 16/07/2021. En se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital, nous recommandons aux investisseurs de conserver la valeur.

Argumentaire d'investissement

L'intensification de la concurrence couplée à la baisse des terminaisons d'appel devraient mettre les revenus du groupe sous pression pour les deux prochaines années, en dépit du soutien continu des filiales sub-sahariennes et du potentiel de croissance de la Data Mobile.

Nous demeurons tout de même confiants par rapport à la capacité du groupe à maintenir sa marge opérationnelle à un niveau élevé par rapport aux comparables internationaux de par la poursuite de la maîtrise des coûts du groupe et tenant compte de la baisse des charges d'interconnexions suite à la réduction des terminaisons d'appel.

Par ailleurs, sous l'hypothèse d'un retour à un taux de distribution normatif aux alentours de 98% pour l'année 2021, nous tablons sur un dividende par action de 6,5 MAD en hausse de 62% par rapport à 2020, soit un DY de 4,8% par rapport au cours du 16/07/2021. Ceci offrirait un meilleur rendement par rapport à la moyenne du marché boursier casablancais.

Au final, nous considérons le groupe comme une entreprise solide, jouissant d'une situation financière saine, et ayant la capacité de dégager des marges importantes en dépit des différents enjeux et des mutations importantes auxquelles le secteur fait face aujourd'hui.

Nos prévisions pour 2021e

Nous tablons sur une baisse de 2,1% du chiffre d'affaires (CA) du groupe à 36,0 Mrd MAD. Cette estimation reflète une baisse de 7,1% du CA au Maroc et une augmentation de 4,1% du CA à l'international.

Le REX est prévu à 11,1 Mrd MAD à fin 2021e, soit une marge opérationnelle à 30,8%, tenant compte de l'impact positif de la baisse du poids des charges d'interconnexions dans le CA suite à la réduction des terminaisons d'appels et d'une manière plus globale à la poursuite des efforts du groupe concernant la maîtrise des coûts. Toutefois, la non-réurrence de l'impact positif de la résolution de litiges constatée en 2020, d'un montant de 420 MMAD devrait mettre une légère pression sur la marge pour l'année à venir par rapport à 2020. Au final, le RNPG du groupe devrait ressortir à 5,79 Mrd MAD, soit une hausse de 6,7% par rapport à fin 2020, suite à la non-réurrence de la contribution du groupe au fonds Covid.

## SECTEUR BANQUE

### A. Exécutive summary du secteur bancaire

- Aperçu de l'industrie bancaire en 2020<sup>4</sup>**

L'année 2020 a été façonnée par la pandémie de la Covid-19 qui a affecté le système bancaire, notamment à travers l'accélération des créances en souffrance, les tensions sur les liquidités ou encore le ralentissement de la distribution des crédits.

Ceci s'est traduit au niveau des réalisations des banques cotées par une forte baisse des résultats due à une hausse importante du coût du risque et l'impact de la contribution des banques au fonds Covid 19.

- Opportunités en 2021**

Dans l'année à venir, nous pensons que le secteur bancaire marocain devrait bénéficier d'une toile de fond assez favorable, avec la reprise de la croissance économique, la poursuite des mesures de soutien et de relance ainsi qu'une politique monétaire qui demeure globalement expansionniste. Cependant, nous pensons que les banques marocaines continuent à faire face à un environnement difficile avec des tensions continues sur la qualité de leurs d'actifs.

Dans ce sens, nous pensons que les banques marocaines disposeront d'une aptitude à générer une croissance des bénéfices pour l'année 2021, profitant d'une base comparable favorable. La bonne tenue prévue du PNB couplée à la non-réurrence de la contribution au fonds Covid 19 devraient largement compenser les tensions sur le coût du risque, qui devrait à notre sens se maintenir à un niveau élevé, légèrement en baisse par rapport à celui de l'année 2020.

- Valorisations**

Les valeurs bancaires que nous couvrons se négocient à 22,6x leur capacité bénéficiaire en 2021e soit un niveau supérieur à leur niveau moyen historique de 19,2x. Néanmoins, le secteur bancaire se traite à un ratio P/B de 1,6.x ses fonds propres en 2021e, légèrement inférieur à son niveau moyen historique de 1,9x. Parmi, les banques cotées, le groupe CDM présente le meilleur potentiel de croissance. En effet, avec des niveaux de P/E et P/B de 14,0x et 0,8x respectivement en 2021e, le CDM bénéficie des niveaux de valorisation attractifs comparés aux moyennes du secteur, tout en ayant des fondamentaux solides.

- Nos recommandations**

Valeurs	PNB (Mrd MAD)			RNPG (Mrd MAD)			Recommandations	Cours cible
	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e		
ATW	23,5	23,9	24,9	5,8	3,0	4,5	Renforcer	483
BCP	17,8	19,3	20,0	3,0	1,2	1,9	Renforcer	291
BMCI	3,1	3,1	3,0	0,61	0,16	0,43	Conserver	620
BOA	13,9	14,0	14,4	1,9	0,74	1,54	Acheter	187
CDM	2,40	2,38	2,41	0,51	0,19	0,35	Acheter	619

<sup>4</sup>Voir notre note sur le secteur bancaire publiée en Mai 2021

## B. En 2021e, les crédits bancaires devraient bénéficier de conditions monétaires toujours assez favorables

Les crédits bancaires devraient bénéficier d'une toile de fond toujours assez favorable, avec la reprise de la croissance économique, la poursuite des mesures de soutien et de relance et une politique monétaire qui demeure globalement accommodante.

Toutefois, la poursuite de la détérioration de la qualité des actifs devrait pousser les banques à être plus exigeantes en resserrant leurs critères de risques quant à l'octroi des crédits.

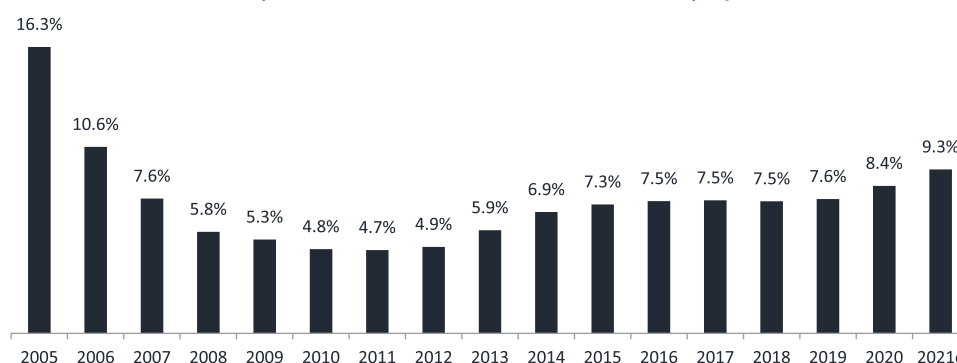
Dans ce sens, le rythme d'évolution des crédits destinés au secteur non financier devrait afficher un léger ralentissement par rapport à l'année 2020, aux alentours de 3,5% selon les dernières prévisions de la banque centrale.

## C. Les tensions sur le risque d'impayés devraient persister en 2021e

La montée des créances en souffrance que nous avons constatée en 2020 devrait probablement se maintenir en 2021. En effet, les effets manifestes de la pandémie continuent de peser sur plusieurs secteurs d'activité et, par conséquent, la solvabilité des ménages et des entreprises est toujours mise à rude épreuve. Par ailleurs, les banques ont accordé à leurs clients en 2020 un report de paiement de leurs échéances sur une durée de six mois maximum, un délai de grâce qui a donc pris fin en septembre. Ceci a permis de repousser l'impact de la détérioration de la qualité des actifs et devrait à notre sens se refléter davantage aux niveaux des statistiques au courant de la prochaine année.

Dans ce sens, la banque centrale tablait en Août 2020 sur un taux d'impayés aux alentours de 10,8% en 2021 et 9,9%<sup>5</sup> en 2020, soit une prévision pour l'année 2020 supérieure aux réalisations. Nous pensons donc que le taux d'impayés en 2021 devrait probablement augmenter par rapport à celui de 2020 mais sans pour autant atteindre le niveau de 10,8%. En révisant à la baisse la prévision de la banque centrale pour l'année 2021e avec le décalage observé en 2020, il se situerait aux alentours de 9,3%. Ce qui représente une augmentation de plus de 12 Mrd MAD de l'encours des créances en souffrance au cours de la prochaine année.

Graph 34 : évolution du taux d'impayés



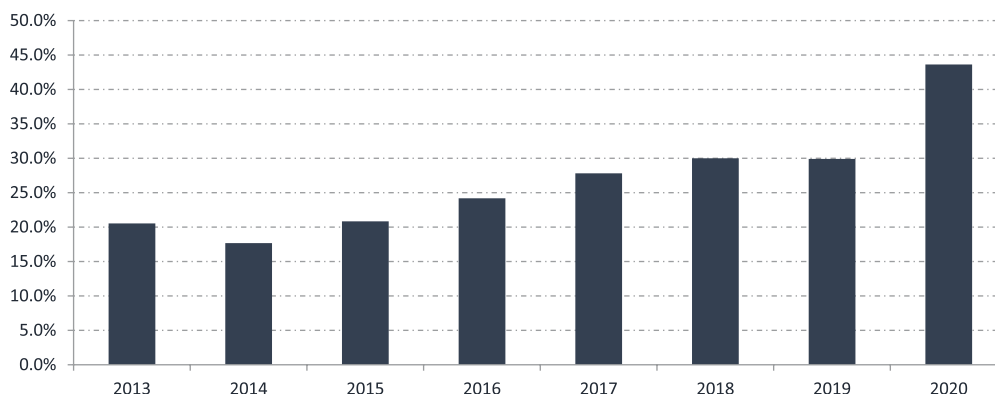
Source: CDG Capital Insight, Bank Al Maghrib

<sup>5</sup> Les estimations interviennent dans un contexte de fortes incertitudes entourant l'évolution de la conjoncture économique à la fois au plan national et international.

## D. Secteur bancaire en Afrique – Le potentiel de croissance est au rendez-vous

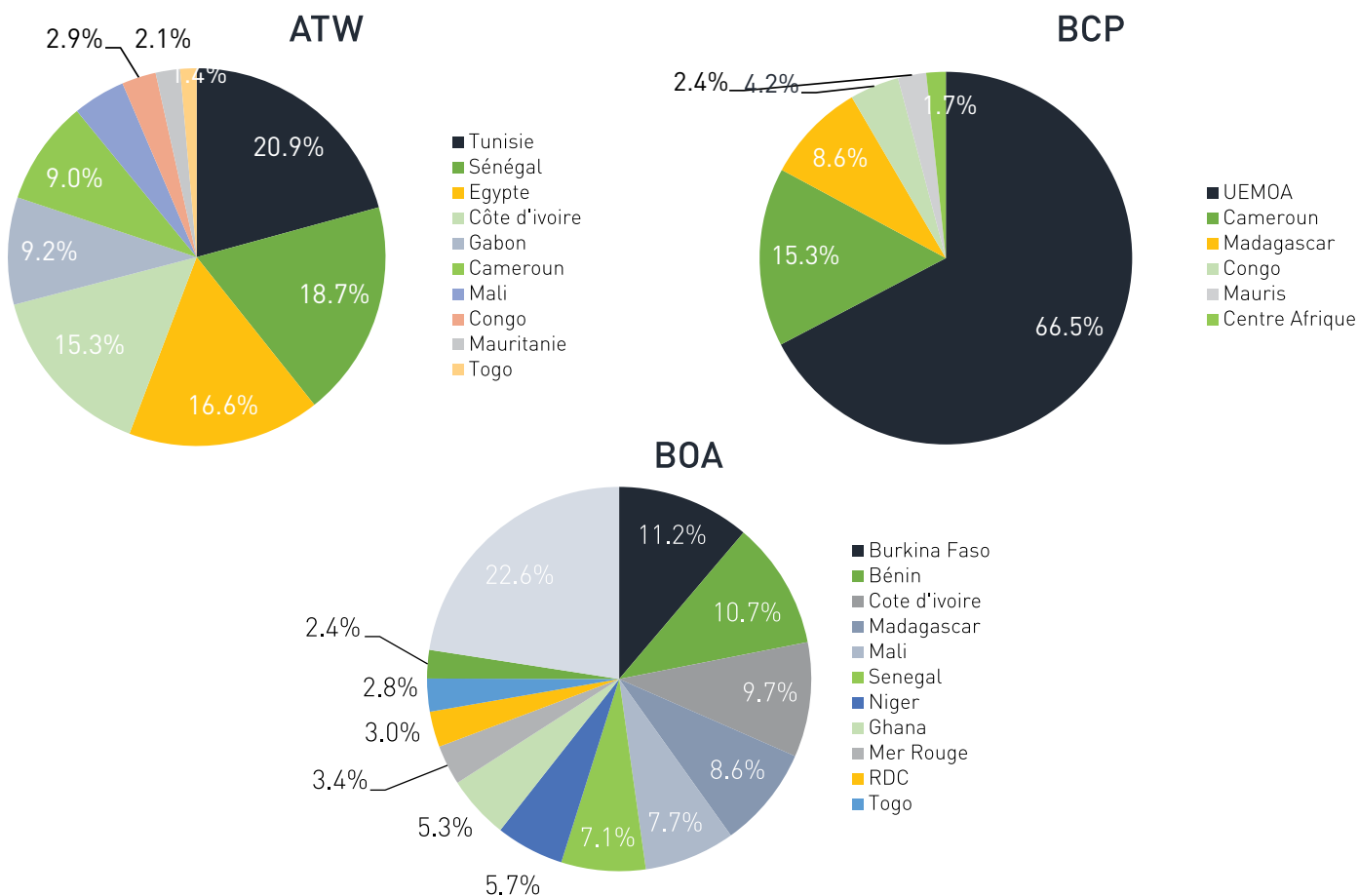
L'ouverture à l'international des grands groupes marocains se traduit par une présence dans plus que 20 pays. Cette politique d'expansion et de diversification de sources de revenus qui s'est accélérée durant les dernières années a permis d'augmenter la part de l'activité des banques à l'international dans les principaux agrégats des groupes ATW, BCP et BMCE. En effet, celle-ci ressort à 34,5% du RNPG en moyenne sur les trois dernières années.

Graphe 35 : évolution de la part de l'international dans les résultats des groupes ATW, BCP et BOA



Source: CDG Capital Insight, Etats financiers des banques ATW, BCP et BOA

Graphe 36 : Poids des principales filiales africaines dans le PNB international par banque à fin 2020



Source: CDG Capital Insight, Etats financiers des banques ATW, BCP et BOA

Globalement, nous pensons que le secteur bancaire africain devrait continuer à offrir un potentiel important. En effet, les perspectives économiques sont prometteuses globalement, les taux de pénétration restent très bas et les niveaux de rentabilité sont assez élevés. Toutefois, nos banques marocaines évoluent dans un environnement des affaires encore instable et qui présente un ensemble de risques liés principalement à la fragilité des cadres réglementaires en vigueur, au coût élevé du risque et au renforcement des pressions concurrentielles.

Tableau 1 : évolution PIB des principaux pays

	2019	2020	2021e
Tunisie	1,0%	-8,8%	3,8%
Egypte	5,6%	3,6%	2,5%
Bénin	6,9%	2,0%	5,0%
Burkina Faso	5,7%	0,8%	4,3%
Côte d'Ivoire	6,2%	2,3%	6,0%
Mali	4,8%	-2,0%	4,0%
Niger	5,9%	1,2%	6,9%
Sénégal	4,4%	0,8%	5,2%
Togo	5,5%	0,7%	3,5%
Kenya	5,4%	-0,1%	7,6%
Madagascar	4,4%	-4,2%	3,2%
Congo	4,4%	-0,1%	3,8%

Source: CDG Capital Insight, FMI

### Focus sur la région UEMOA : les banques ont fait preuve d'une grande résilience face à la crise

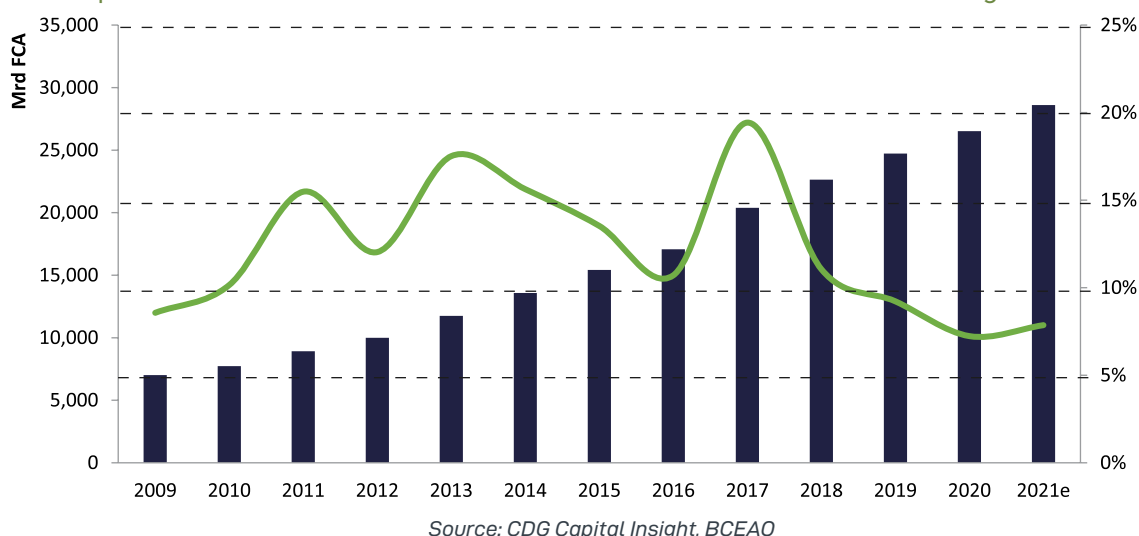
Les pays de la région UEMOA n'ont pas été épargnés des effets manifestes de la pandémie sur leur économie qui ont connu un fort ralentissement passant d'une hausse de 5,7% du PIB en 2019 à seulement 0,9% en 2020. Ce niveau positif de croissance, contrairement à la région subsaharienne dans son ensemble qui a affiché une contraction de 4%, montre que les pays membres de la région UEMOA ont mieux résisté à cette crise sanitaire.

Par ailleurs, les banques de l'UEMOA ont bénéficié de plusieurs mesures de soutien instaurées par la banque centrale visant l'assouplissement de sa politique monétaire, notamment la réduction de 50 points de base du taux directeur, et l'augmentation du volume de liquidités mises à la disposition des banques.

Les banques ont été autorisées aussi à accorder des reports d'échéances de crédits à leur clientèle affectée par la crise.

Dans ce contexte, l'encours brut des crédits à la clientèle a progressé de 7,3%, porté essentiellement par les crédits aux entreprises qui ont bénéficié des dispositions mises en place par la Banque Centrale notamment, l'application de la mesure de report d'échéances.

Graph 37 : évolution de l'encours des crédits bancaires dans la région UEMOA



Du côté des ressources, les dépôts bancaires ont connu une bonne dynamique de croissance qui traduit la préférence pour le cash en temps d'incertitude. En effet, les dépôts bancaires ont enregistré une hausse de 15,3%.

En termes de résultats, nous pensons que les revenus des banques de la région ont été soutenu par l'amélioration de la marge d'intérêt compte tenu de la bonne dynamique de croissance des volumes et ce en dépit d'une légère baisse des taux suite à la réduction du taux directeur. Ils ont bénéficié aussi de la participation des banques au financement des dépenses liées à la crise Covid des états membres à travers la souscription à l'émission des bons du Trésor dénommés "Bons Covid-19". En effet, pour les banques, ces titres offrent un couple rendement-risque attractif et bénéficient du refinancement de la banque centrale à des conditions favorables, selon la BCEAO.

Au niveau des indicateurs de risque, le taux d'impayés s'est légèrement amélioré de 0,5% sur la base de l'encours brut des crédits pour se fixer à 11,0%. Cette qualité du portefeuille a été préservée grâce notamment à la mesure de report d'échéances selon la banque centrale de l'UEMOA. De son côté et suite à un effort de provisionnement de la part des banques, le taux de provisionnement a connu une amélioration passant de 63,3% en 2019 à 67,2% en 2020. Dans ce contexte, le coût du risque a connu globalement une tendance haussière du coût du risque mais qui demeure limitée suite notamment au report des échéances et à la restructuration de crédits. Par conséquent, le résultat net des banques de la région a connu globalement une baisse limitée voir une légère hausse pour certains.

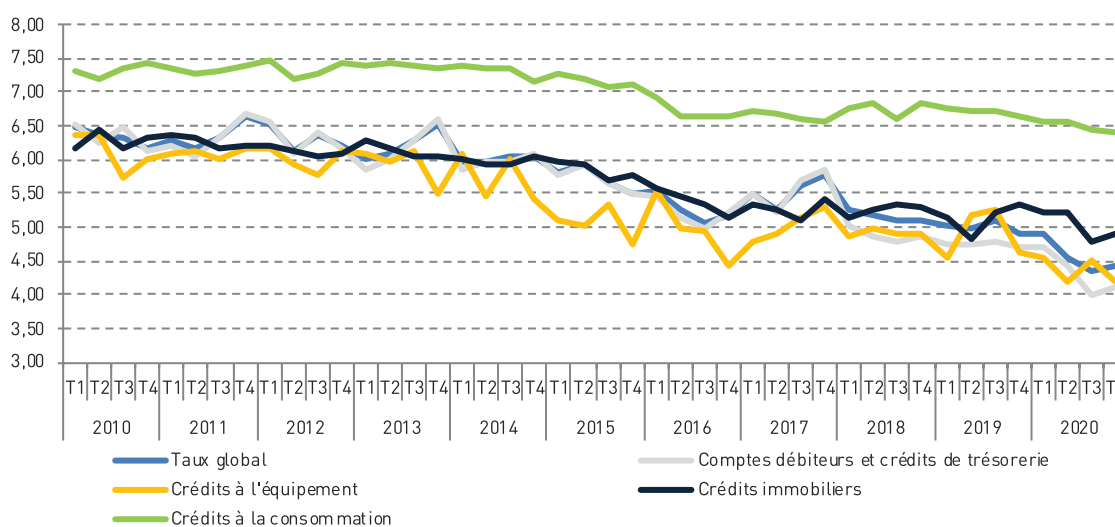
Pour l'année à venir, nous pensons que le système bancaire de la région UEMOA devrait continuer de bénéficier de perspectives de croissances économiques assez prometteuses avec des niveaux qui dépassent les 5% en moyenne selon les dernières prévisions du FMI. Ceci devrait se traduire à notre sens par une bonne tenue de l'activité d'intermédiation avec notamment une hausse de l'encours de crédits de 7,9% en 2021e contre 7,3% en 2020, selon nos prévisions. Par rapport aux indicateurs de risque, nous tablons sur un scénario assez prudent avec une légère détérioration du taux d'impayé et un coût du risque qui devrait se maintenir à un niveau élevé.

## E. Une bonne tenue des résultats en 2021e

### a. Revenus : Une croissance du PNB portée par l'ensemble des activités

Au cours de l'année 2020, nous avons assisté à une baisse du taux directeur au Maroc qui a entraîné une pression sur les taux débiteurs. En effet, la banque centrale a réduit le taux directeur de 75 pb passant de 2,25% à 1,5% à fin 2020. Il s'en est suivi une diminution de 50 pb du taux débiteur global. Cette baisse ne reflète pas entièrement la diminution du taux directeur, ce qui pourrait s'expliquer à notre sens par l'augmentation de la prime de risque suite à la montée des créances en souffrance.

Graphe 38: évolution des taux débiteurs du secteur



Source: CDG Capital Insight, Bank Al Maghrib

Par ailleurs, nous pensons que la mise en place du dispositif des prêts garantis à taux fixe à 3,5% a probablement atténué cette appréciation de la prime de risque.

Dans ce contexte, suite à la tendance haussière de la prime de risque combinée au ralentissement potentiel de la distribution des crédits de relance qui ont bénéficié d'un taux bas, nous tablons sur une légère hausse des taux débiteurs en 2021, comme en témoignent les statistiques au T1 2021. Dans l'ensemble, nous croyons que la marge d'intermédiation du secteur devrait se stabiliser voire augmenter légèrement pour l'année à venir. Nous nous attendons à ce que le coût moyen des ressources demeure relativement stable alors que nous tablons sur une légère hausse voire une stabilité du taux de rendement moyen des financements.

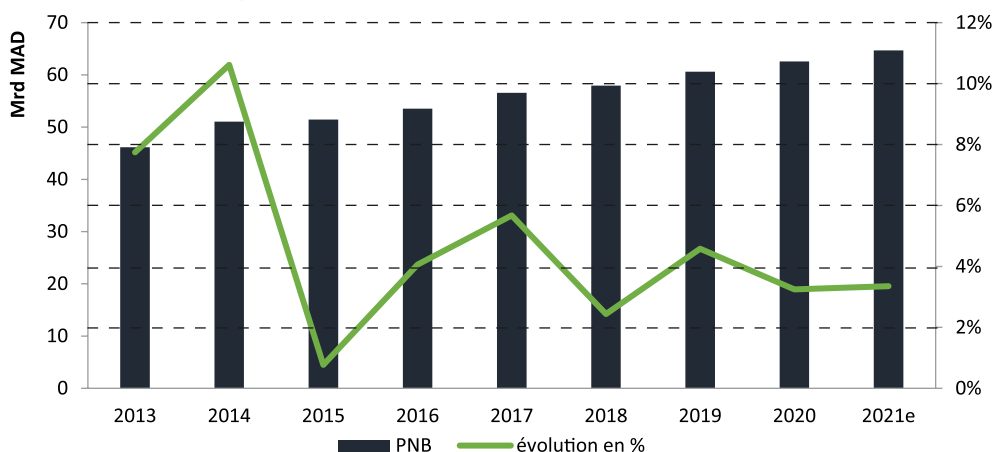
Au final, tenant compte d'une hausse modérée de la marge d'intérêt au Maroc (suite à la quasi-stabilité de la marge d'intermédiation et d'une croissance modérée des créances) combinée à une bonne tenue de la marge d'intérêt en Afrique (comme présenté précédemment), la marge d'intérêt des banques cotées<sup>3</sup> devrait afficher une hausse de 2,2% pour 2021e, sur la base de nos prévisions par banque.

Pour sa part, la marge sur commissions est tirée généralement par le développement du portefeuille clients et son équipement en termes de services bancaires ainsi que l'évolution des transactions commerciales et du paiement électronique. De par la forte baisse des commissions des banques durant la période de confinement, nous prévoyons une amélioration de la marge sur commissions

pour l'année à venir profitant d'une base comparable favorable. Dans ce sens, la marge sur commissions des banques cotées<sup>3</sup> devrait afficher une croissance de 4,5% en 2021e contre une hausse de -1,2% en 2020, sur la base de nos prévisions de notre univers de banques couvertes.

Le résultat des activités de marché devrait être soutenu par des perspectives globalement positives pour le marché boursier. Toutefois, les niveaux relativement bas des taux devraient limiter sa hausse. Compte tenu de l'ensemble des éléments présentés et de nos prévisions par banque, nous estimons que le PNB des banques cotées<sup>3</sup> pourrait progresser de 3,3% à 64,7Mrd MAD (voir plus de détails dans la partie valorisations et recommandations par banque).

Graph 39 : évolution du PNB du secteur



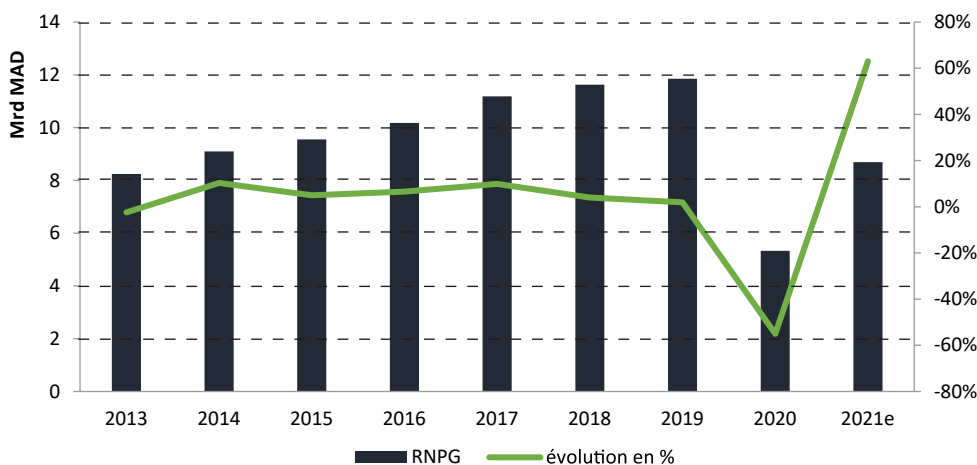
Source: CDG Capital Insight, Etats financiers des banques

## b. Une forte croissance des résultats suite à la non récurrence de la contribution au fonds Covid

Nous pensons que les banques cotées<sup>3</sup> disposeront d'une aptitude à générer une croissance positive des bénéfices pour l'année 2021, profitant d'une base comparable favorable. En effet, la bonne tenue prévue du PNB couplée à la non-récurrence de la contribution au fonds Covid 19 (qui s'est établie à 3,32 Mrd MAD pour le secteur bancaire coté<sup>3</sup>) devraient largement compenser les tensions sur le coût du risque, même si celui-ci se maintiendrait de toute vraisemblance à un niveau élevé, mais en baisse de 12,7% par rapport à 2020, selon nos estimations. Dans ce sens, nous tablons sur une croissance de 63% du résultat net part du groupe des banques marocaines cotées<sup>3</sup> au cours de l'exercice 2021e

<sup>3</sup>Hors CIH

Graph 40 : évolution du RNPG du secteur

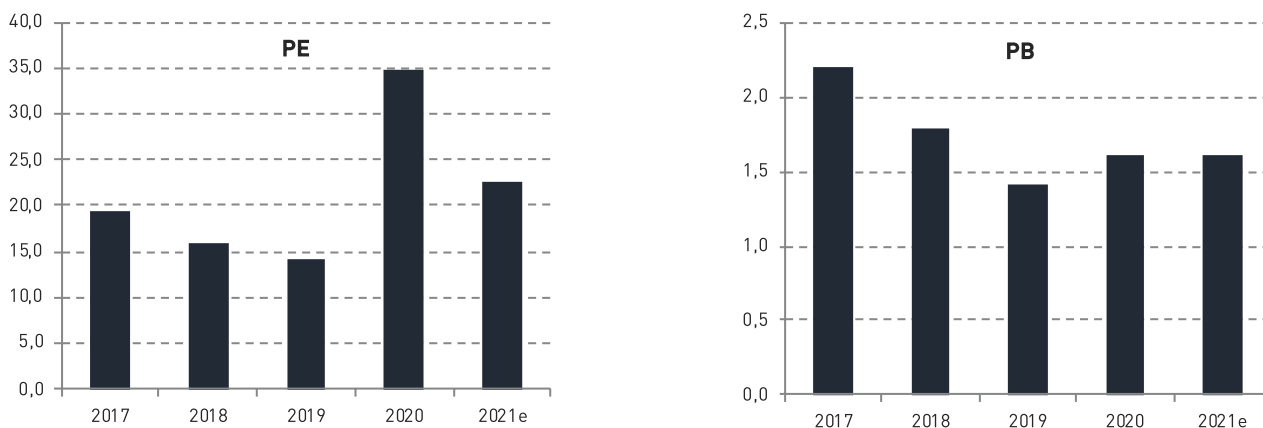


Source: CDG Capital Insight, Etats financiers des banques

En termes de ratios de 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 qu’on couvre les valorise à 22,6x leur capacité bénéficiaire en 2021e soit un niveau supérieur à leur niveau moyen historique de 19,2x. Toutefois, le secteur bancaire se traite à un ratio PB de 1,6.x ses fonds propres en 2021e, légèrement inférieur à son niveau moyen historique de 1,9x.

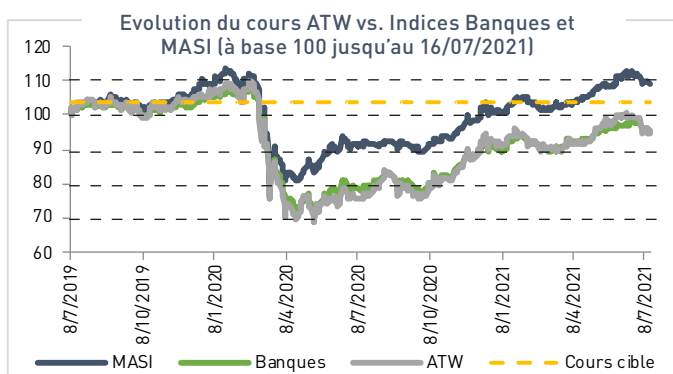
Graph 41 : Evolution des ratios de valorisation



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

## F. Valorisations et recommandations

### ii. ATW



Recommandation : Renforcer  
Cours cible : 483 MAD  
Potential : +9,3%  
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD

	2019	2020	2021e
PNB	23,5	23,9	24,9
REX	10,7	6,2	8,3
RNPG	5,8	3,0	4,5

### Valorisation et recommandation

La valorisation du groupe ATW sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 483 MAD, soit un potentiel de hausse de 9,3% par au cours de clôture du 16/07/2021.

Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de renforcer le titre « ATW » dans les portefeuilles.

### Argumentaire d'investissement

Attijariwafa Bank est leader sur le marché marocain en termes de distribution de crédits et se positionne en 2ème position en termes de collecte des dépôts. Le groupe a pu consolider son positionnement courant l'année 2020 en s'accaparant plus de 30% des crédits distribués dans le cadre des programmes de financement garantis par la CCG.

Par ailleurs, le groupe est doté d'une bonne maîtrise des coûts et affiche des indicateurs de risque rassurants. En effet, le taux d'impayé du groupe au Maroc ressort à seulement 6,5% à fin 2020 contre une moyenne de 9,6% pour les autres banques cotées et 8,7% pour le secteur en sa globalité. De plus, il affiche des ratios de rentabilité supérieurs aux comparables. En effet, les ratios ROE et ROA ressortent en moyenne sur les trois dernières années à 10,4% et 0,9%, supérieurs aux niveaux moyens de 8,6% et 0,7% du secteur représenté à la bourse de Casablanca.

Le groupe tire aussi profit de son expansion en Afrique avec ses différentes acquisitions. ATW est aujourd'hui présent dans une dizaine de pays et la part des résultats à l'international représente désormais 29,2% du RNPG du groupe.

### Nos prévisions pour 2021e

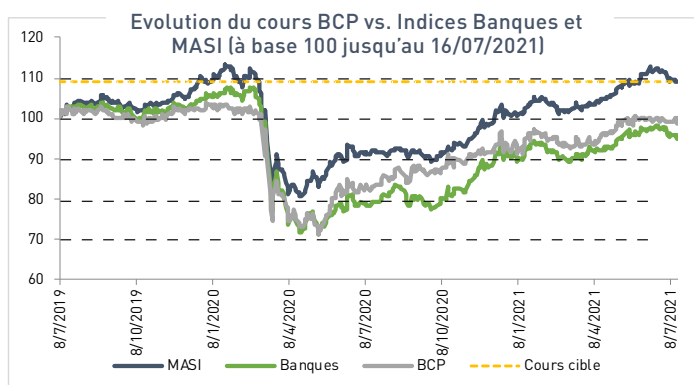
A fin 2021e, le groupe devrait connaître une hausse de 3,7% des prêts et créances sur la clientèle à 346,1 Mrd MAD, profitant de la bonne tenue de la distribution des crédits au Maroc et le soutien continu de l'Afrique subsaharienne. Par ailleurs, nous estimons une hausse de 4,4% des dettes envers la clientèle. Ainsi, le taux de transformation se situerait aux alentours de 92,9% à fin 2021e. En se basant sur les éléments ci-dessus, sur une quasi-stabilité de la marge d'intermédiation, une hausse aux alentours de 3% de la marge sur commissions et une bonne tenue du résultat des activités de marché, le produit net bancaire du groupe devrait évoluer de 4,3% à 24,9 Mrd MAD au terme de l'année 2021e.

Par ailleurs, nous anticipons une amélioration du coefficient d'exploitation qui devrait se situer à 47,8% suite à la non-réurrence de la contribution de 1,15 Mrd MAD au fonds Covid.

Au niveau des indicateurs de risque, nous prévoyons une légère détérioration de la qualité des engagements à l'image du secteur. Nous tablons ainsi sur un taux des créances en souffrance (créances classées dans le Bucket 3) de 8,0% contre 7,8% à fin 2020.

Dans ce sens, nous prévoyons une augmentation de 7,1% de l'encours des provisions pour s'établir à 28,3 Mrd MAD. Ainsi, le coût du risque devrait se situer aux alentours de 1,3% à 4,7 Mrd MAD. Au final, le résultat net part du groupe devrait afficher une hausse de 48,0% à 4,5 Mrd MAD.

iii. BCP



<p><b>Recommandation : Renforcer</b>                  Cours cible : 291 MAD                  Potential : +8,5%                  Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD</p>			
	2019	2020	2021e
PNB	17,8	19,3	20,0
REX	6,0	2,1	4,0
RNPG	3,0	1,2	1,9

Valorisation et recommandation

La valorisation du groupe BCP sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 291 MAD, soit un potentiel de hausse de 8,5% par au cours de clôture du 16/07/2021. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de renforcer le titre « BCP » dans les portefeuilles. Nous soulignons que nous avons pris en considération comme hypothèse l'augmentation de capital par conversion des dividendes annoncée par le groupe. Le nombre des actions du groupe devrait s'établir à environ 205 millions de titres selon nos prévisions.

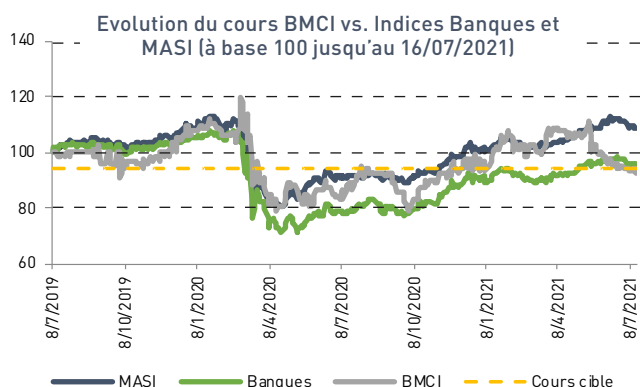
Argumentaire d'investissement

Grâce à un réseau d'agences assez développé et une politique de proximité, le groupe BCP est leader dans le marché marocain en termes de collecte de dépôts et se positionne en 2ème position concernant la distribution de crédit. Par ailleurs, la part des ressources non rémunérées du groupe reste supérieure à la moyenne des autres banques cotées, impliquant ainsi un taux de rémunération des ressources assez faible. Le groupe adopte aussi une politique de provisionnement prudente avec un stock de 5Mrd MAD en PRG (provision pour risque généraux) et de 4,2 Mrd MAD en fonds de soutien. En outre, le groupe BCP a consolidé sa position en Afrique grâce à sa dernière acquisition des 3 actifs africains du groupe BPCE, permettant ainsi au groupe de diversifier ses relais de croissance. Aujourd'hui, le groupe est présent dans 18 pays avec une part de l'international dans le résultat net du groupe qui ressort à 28,5% à fin 2020. Tenant compte de ces éléments, nous pensons que le groupe dispose d'arguments solides en sa faveur pour une appréciation du titre par rapport à son cours actuel.

Nos prévisions pour 2021e

A fin 2021e, le groupe devrait connaître une croissance de 3,0% des prêts et créances sur la clientèle. Cette hausse résulterait selon nos prévisions des hausses respectives de 2,9% et de 3,3% des prêts et créances sur la clientèle nets au niveau de la banque au Maroc et à l'international. Du côté des ressources, nous estimons une hausse de 3,9% des dettes envers la clientèle à 342,9 Mrd MAD à fin 2021. Par conséquent, le taux de transformation devrait s'établir à 76,8%, un niveau très confortable comparativement aux autres banques. Dans ce sillage et tenant compte d'une légère baisse de la marge d'intermédiation et d'une bonne tenue de la marge sur commissions et du résultat des activités de marché, le groupe devrait enregistrer une hausse de 3,6% du produit net bancaire à 19,97 Mrd MAD. Au niveau des indicateurs de risque, nous tablons sur un scénario assez prudent avec une baisse de 13% du coût du risque par rapport au niveau de 2020 à 5,3 Mrd MAD, soit 1,84% en 2021 selon nos estimations. Au final, le RNPG devrait s'établir à 1,9 Mrd MAD en hausse de 54,7%.

**iv. BMCI**



<b>Recommandation : Conserver</b> <b>Cours cible : 620 MAD</b> <b>Potential : -0,5%</b> <b>Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD</b>			
	2019	2020	2021e
PNB	3,1	3,1	3,0
REX	972,8	437,0	615,0
RNPG	605,0	155,5	428,7

**Valorisation et recommandation**

Le groupe BMCI dispose d'une structure financière très solide mais évolue dans un environnement contraignant. La valorisation du groupe BMCI sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 620 MAD, soit un potentiel de baisse de 0,5% par au cours de clôture du 16/07/2021. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de conserver le titre « BMCI ».

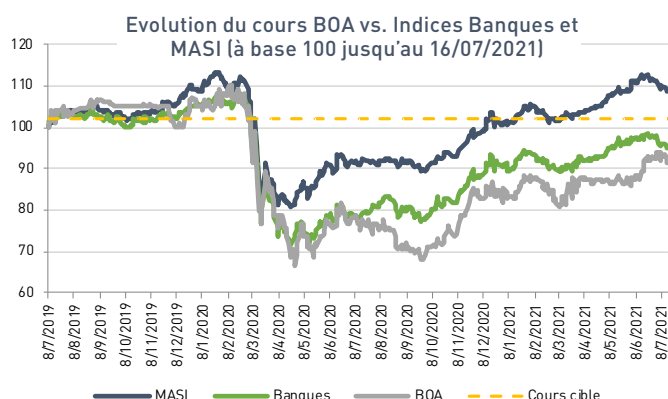
**Argumentaire d'investissement**

Certes, le groupe bénéficie d'une structure financière solide avec un ratio de solvabilité de 14,7% à fin 2020 et affiche des indicateurs de risque rassurants avec un taux de couverture de plus de 80%. Toutefois, le groupe peine à maintenir sa part de marché dans un environnement particulièrement concurrentiel conjugué à un ralentissement de la croissance du secteur en sa globalité, entraînant une baisse de son activité. En effet, le PNB du groupe a enregistré un TCAM de -0,9% sur les cinq dernières années (2015-2020). Par ailleurs, BMCI demeure majoritairement tributaire de l'évolution du secteur bancaire marocain puisque son business model demeure peu diversifié.

**Nos prévisions pour 2021e**

La BMCI continue à faire face à un environnement très concurrentiel et voit sa part de marché se rétracter davantage. Dans ce sens, nous tablons sur une légère baisse des PDMs en termes de distributions de crédits et de collecte de dépôts. Par ailleurs, suite au ralentissement de la croissance des crédits et de la collecte des dépôts au Maroc, nous prévoyons des progressions respectives de 1,0% et de 2,8% des prêts et créances sur la clientèle et des dettes envers la clientèle. Le PNB du groupe devrait enregistrer une légère baisse de 0,2% pour s'élever à 3,04 Mrd MAD qui reflète essentiellement le repli de 2,8% de la marge d'intérêt selon nos estimations. Au final, suite à une baisse du coût du risque à 1,35% contre 1,5% en 2020 et à la non-récurrence de la contribution de 85 MMAD au fond Covid, le résultat net part du groupe devrait afficher une hausse de 175,7% à 428,7 MMAD.

**v. BOA**



<p>Recommandation : Acheter                  Cours cible : 187 MAD                  Potential : +11,6%                  Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD</p>			
	2019	2020	2021e
PNB	13,9	14,0	14,4
REX	3,6	1,7	2,9
RNPG	1,9	0,74	1,54

**Valorisation et recommandation**

La valorisation du groupe BOA sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 187 MAD, soit un potentiel de hausse de 11,6% par au cours de clôture du 16/07/2021. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons d'acheter le titre « BOA ».

**Argumentaire d'investissement**

- Le groupe BOA Bank dispose de plusieurs atouts qui en font un business model solide, notamment :
- i. Le positionnement du groupe en tant que 3ème banque concernant la distribution de crédits et la collecte des dépôts, traduisant ainsi son dynamisme commercial.
  - ii. La forte présence à l'international. Grâce à sa politique d'expansion et de développement stratégique, le groupe a su diversifier ses sources de revenus. Il est désormais présent dans plus que 30 pays. Dans ce sens, la part moyenne des résultats réalisés à l'international sur les 3 dernières années ressort à environ 53,6% du RNPG du groupe (hors la contribution au fond Covid constatée en 2020).

Ceci a permis au groupe d'enregistrer une croissance soutenue de son activité sur les dix dernières années, avec un taux moyen de hausse de 8,1% entre 2010 et 2020. Dans ce sillage, le groupe nous semble en mesure de garantir une croissance de son PNB de l'ordre de 3,4% entre 2020 et 2025e, tenant compte d'une reprise de la croissance économique nationale et un soutien continu des filiales subsahariennes.

Par ailleurs, la politique de renforcement de capital adoptée ces dernières années, qui a permis au groupe d'augmenter son capital d'environ 4,7 Mrd MAD depuis 2019, a rendu son assise financière plus solide. Dans ce sens, ratios de solvabilité et de Tiers 1 ressortent conformément aux exigences réglementaires à fin 2020.

Avec des niveaux de PE et PB de 22,4 et 1,5x respectivement en 2021e, le groupe traite à des niveaux de valorisation comparables aux moyennes de l'échantillon national (PE de 22,6x et PB de 1,6x).

**Nos prévisions pour 2021e**

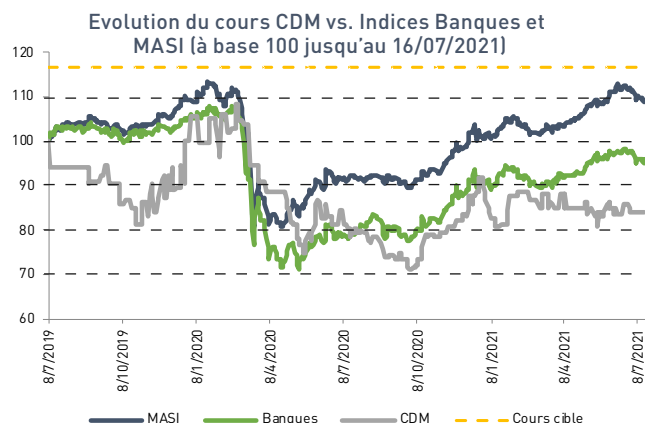
Suite à la décélération de la croissance des crédits, à une quasi-stabilité de la marge sur intermédiation, à une reprise de la croissance de la marge sur commissions et à une bonne tenue du résultat des activités de marché, le produit net bancaire (PNB) du groupe devrait afficher une progression de 2,5% à 14,4 Mrd MAD.

Par ailleurs, tenant compte de la non-récurrance de la contribution du groupe au fond Covid 19 de 1 Mrd MAD, le coefficient d'exploitation se situerait à un niveau de 57,6% en 2021e contre 62,8% en 2020.

Nous tablons sur un coût du risque à 3,2 Mrd MAD en 2021e, soit 1,5% de l'encours brut moyen des crédits, reflétant un effort continu de provisionnement en ces temps de crise.

Au final, le résultat net part du groupe devrait s'établir à 1,5 Mrd MAD contre 737,8 MMAD en 2020.

**vi. CDM**



<p><b>Recommandation : Acheter</b>  <b>Cours cible : 619 MAD</b>  <b>Potential : +39%</b>  <b>Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD</b></p>			
	2019	2020	2021e
CA	2,40	2,38	2,41
REX	789,8	339,6	568,0
RNPG	508,8	190,3	347,1

**Valorisation et recommandation**

Nous considérons le groupe CDM comme une banque solide, ayant la capacité de dégager une croissance soutenue de son activité. Ainsi, La valorisation du groupe sur la base d'un DCF conduit à un cours théorique de 619 MAD, soit un potentiel de hausse de 39% par rapport au cours de clôture du 16/07/2021. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons d'acheter le titre « CDM ».

**Argumentaire d'investissement**

Après une période d'assainissement de son bilan les dernières années, le groupe présente aujourd'hui des indicateurs de risque rassurants avec un taux de couverture de plus de 90%. De plus, la banque CDM bénéficie d'une structure financière solide avec des ratios de solvabilité et de Tiers 1 de respectivement 14,96% et 11,5%, largement supérieurs au minimum réglementaires. Le groupe fait preuve d'un dynamisme commercial et continu de déployer plusieurs efforts pour le développement de son activité à travers son plan d'investissement TAJDID qui vise notamment la transformation du système d'information en installant notamment un nouveau « core banking system », la mise en place d'un nouveau modèle de distribution et l'accélération sur le digital. Le groupe nous semble se donner les moyens pour enregistrer une croissance soutenue de son activité de l'ordre de 3,1% entre 2020 et 2025e. Par ailleurs, avec des niveaux de PE et PB de 14,0x et 0,8x respectivement en 2021e, le CDM bénéficie des niveaux de valorisation attractifs comparés aux moyennes de l'échantillon national (PE de 22,6x et PB de 1,6x). Au final, nous pensons que la valeur CDM représente une opportunité à saisir vu que son potentiel de croissance n'a pas encore été intégré dans son cours boursier. En effet, elle a été plus malmenée par la crise comparativement aux autres valeurs du secteur bancaire. Ceci pourrait s'expliquer à notre sens par une distribution de dividende moins attractive par rapport aux comparables nationaux (le DY moyen sur les 5 dernières années du groupe ressort à 1,9% contre une moyenne de 3,8% pour le secteur).

**Nos prévisions pour 2021e**

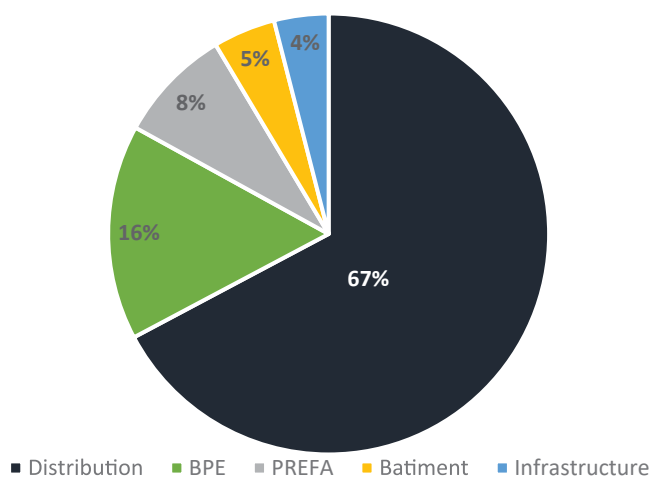
Tenant compte d'un léger gain de PDM (suite au développement de l'activité Retail), une quasi-stabilité de la marge d'intermédiation et une reprise de la croissance de la marge sur commissions, le PNB du groupe devrait afficher une hausse de 1,3% à 2,4 Mrd MAD. Par ailleurs, nous anticipons une baisse du coefficient d'exploitation à 54,7% en 2021e suite à la non-réurrence de la contribution de 85MMAD au fond Covid et tenant compte de l'impact des charges liées à leur programme d'investissement TAJDID. Au niveau des indicateurs de risque, nous tablons sur un scénario assez prudent avec un coût du risque aux alentours de 1,1% de l'encours brut moyen, soit 526 MMAD. Au final, le RNPG devrait enregistrer une hausse de 82,4% à 347,1 MMD.

## SECTEUR MATERIAUX DE CONSTRUCTION

### A. Une hausse des dépenses publiques et une reprise du secteur immobilier pourrait améliorer les perspectives de la demande de ciment pour l'année 2021

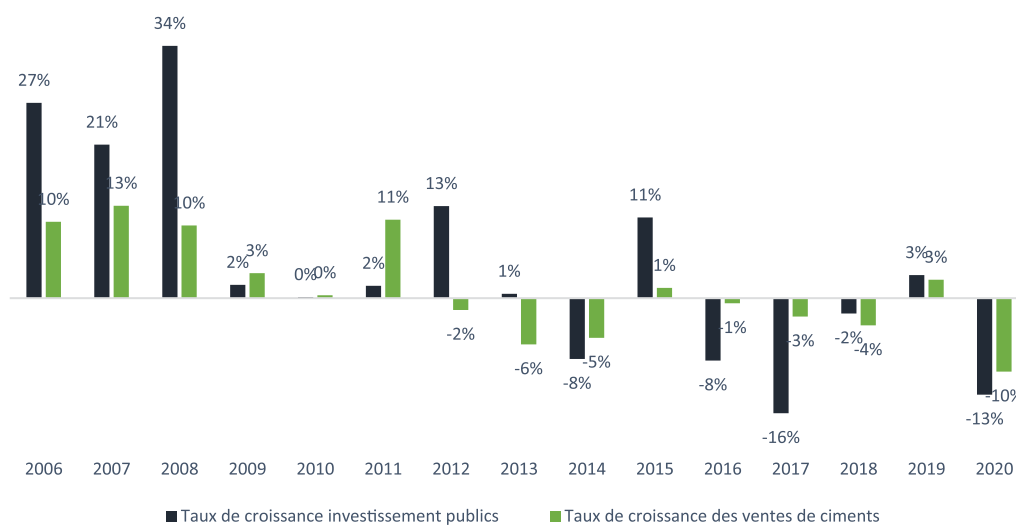
La demande de ciment et d'acier est étroitement liée à la croissance économique globale, en particulier du secteur immobilier et des infrastructures. La demande croissante de logements et des travaux de construction pour des projets d'infrastructure gouvernementaux tels que les routes, les transports communs, les aéroports, etc. sont des drivers qui soutiennent fortement la demande de ciment et d'acier.

Graph 42 : Répartition de la consommation moyenne de ciment par segment 2017-2020



Source : Ministère de l'Habitat, Insight Research

Graph 43 : Taux de croissance des investissements publics et des ventes de ciments 2006-2020

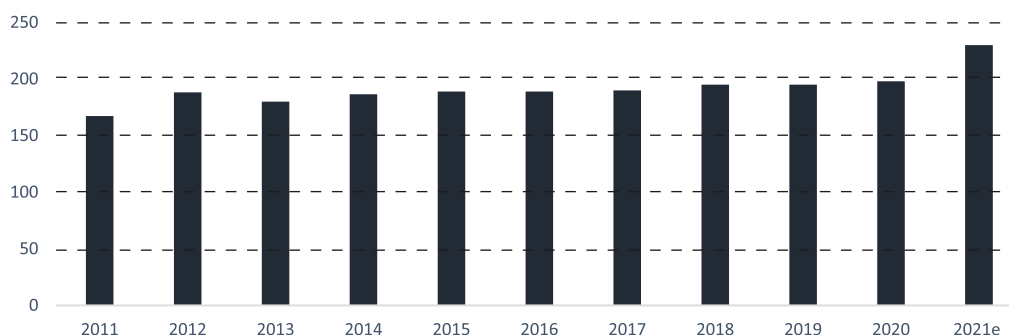


Source : Budget Citoyen – Projet de loi de Finances 2021, MHUPV, Insight Research

## B. Tendance à la hausse pour les investissements publics

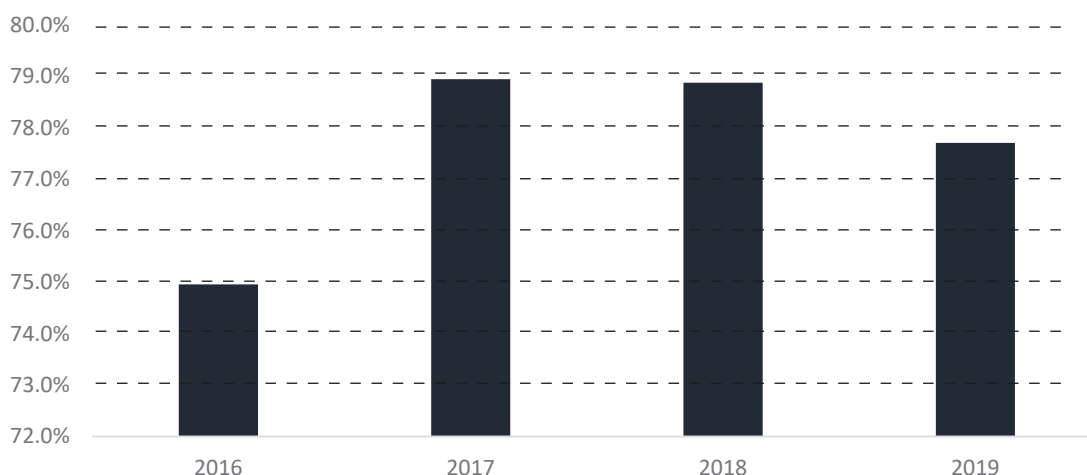
Lors de l'approbation de la loi de finances 2021, le gouvernement a annoncé son plan de promotion des investissements publics en allouant un montant de 230 Mrds de MAD pour cette année, soit une progression de 37% comparée à l'année d'avant.

Graphe 44 : Evolution des investissements publics  
2017-2020



Source : Budget Citoyen – Projet de loi de Finances 2021, Insight Research

Graphe 45 : Taux d'exécution des investissements publics  
2016-2019



Source : Budget Citoyen – Projet de loi de Finances 2021, Insight Research

Ces investissements devraient bénéficier courant cette année, de la mobilisation de 45 Mrds MAD du Fonds Mohammed VI pour l'investissement (selon la "NOTE SUR LA REPARTITION REGIONALE DE L'INVESTISSEMENT", dans le cadre de la relance économique post-Covid19 et du développement économique et social du Royaume. Ce fonds qui sera doté de 15 Mrds MAD provenant du budget de l'Etat, interviendra dans des secteurs prioritaires tels l'infrastructure.

Plusieurs projets devraient voir le jour durant l'année 2021, dont :

- La construction du Port Atlantique de Dakhla pour un montant de 10 Mrds MAD ;
- L'élargissement de l'autoroute Casablanca-Berrechid ;
- Le démarrage des travaux de liaison autoroutière avec le nouveau port de Nador West-Med ;
- Poursuite de l'aménagement de la route nationale n°9 entre Marrakech et Ouarzazate, pour un budget estimé à 275 MMAD ;

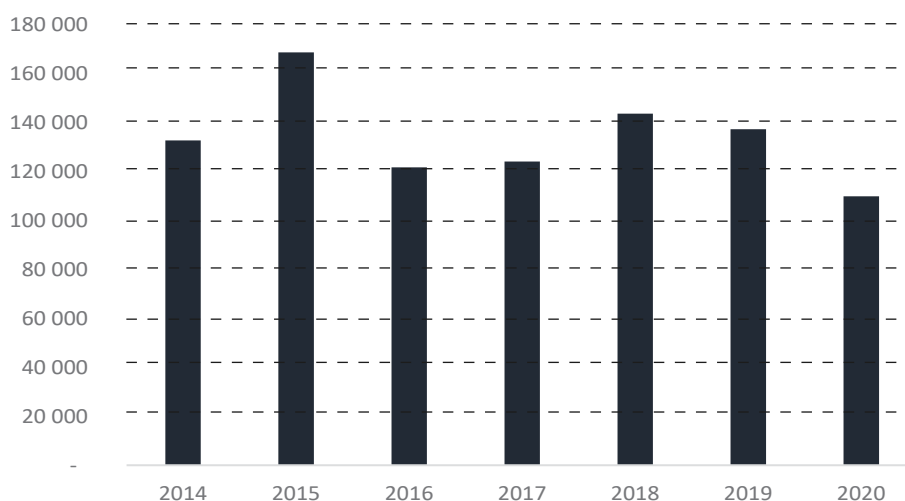
- Cinq nouveaux projets de grands barrages dans les régions de Marrakech-Safi, de Casablanca-Settat, de Béni Mellal-Khénifra, de Souss-Massa et de l'Oriental pour un investissement total 2,25 Mrds MAD (notons que ces projets devraient être réalisés courant la période 2020-2027) ;
- Dédoublage de la route nationale n°8 reliant Fès à Taounate pour un montant de 900 MMAD ;
- La construction de la route de contournement de Laayoune pour un montant de 420 MMAD ;

Par ailleurs, et selon la presse marocaine, la commission d'investissement a approuvé 34 projets d'investissement pour un montant total de 11,3 Mrds MAD. Notons que 2,47 Mrds MAD ont été alloués au secteur de transport et de l'infrastructure.

### C. Reprise du secteur immobilier

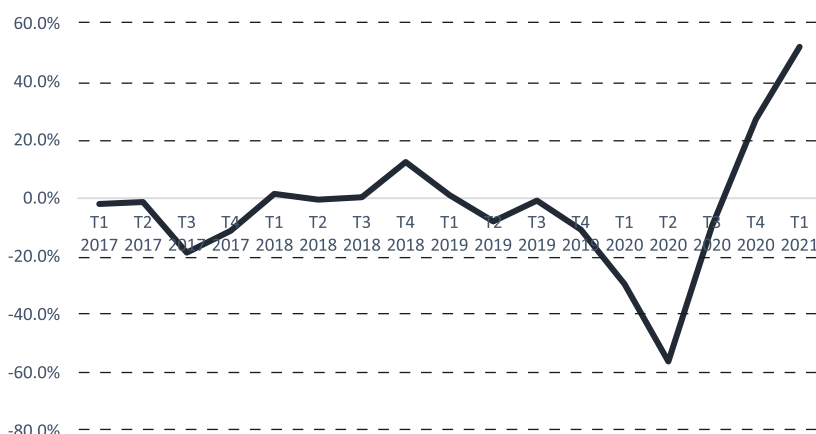
De nombreux indicateurs du secteur immobilier ont chuté durant l'année 2020 suite à la pandémie de la Covid-19. En effet, la construction d'environ 128.493 unités résidentielles a été achevée en 2020 en baisse de 18,95% (Il s'agit de la plus forte baisse jamais enregistrée), les transactions immobilières quant à elles ont chuté de près de 15,2%. Elles se sont cependant rétablies rapidement. Les dernières données disponibles indiquent même une forte augmentation d'une année sur l'autre. Ainsi au T1 2021, les transactions immobilières se sont appréciées de 52% par rapport au T1 2020.

Graph 46 : Evolution de la production de logements 2014-2020 (en unité)



Source : Ministère de l'Habitat, Insight Research

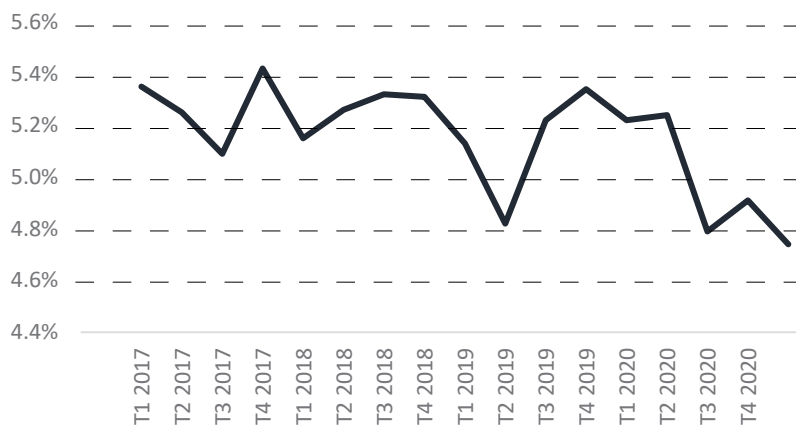
Graph 47 : Evolution trimestrielle des transactions immobilières en 2017- 2021



Source : BKAM, Insight Research

L'orientation actuelle de la politique monétaire « accommodante », a permis une baisse des taux des crédits immobiliers durant l'année 2020, passant d'une moyenne de 5,13% en 2019, à 5,04% en 2020, et 4,74% au T1 2021. Ceci pourrait être un driver de la demande en logement.

Graphe 48 : Evolution trimestrielle du taux débiteur appliqué par les Banques sur les prêts immobiliers en 2017-2021

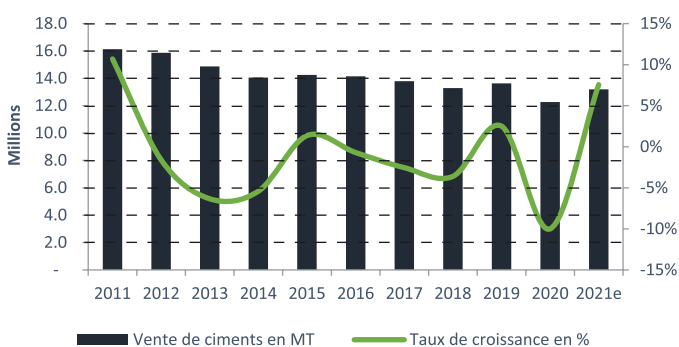


Source : BKAM, Insight Research

A moyen long terme, l'urbanisation croissante estimée selon la banque mondiale à hauteur de 63% (relativement faible par rapport à la région MENA estimé à 65,7%) et la croissance démographique régulière à 1,5% devraient également soutenir la demande en logement, principalement dans les segments moyens standing et social.

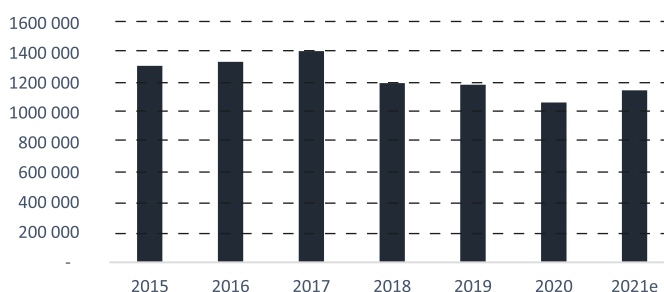
En conséquence des éléments cités ci-dessus, nous sommes optimistes pour le secteur Matériaux de construction pour l'année 2021. Nous pensons que le processus de vaccination contre la Covid-19 mis en œuvre rapidement par les autorités marocaines, devrait créer une force motrice pour la reprise des secteurs débouchés du secteur Matériaux de construction en 2021. Ainsi, avec une croissance négative en 2020 (-10%) et une série de politiques visant à stimuler la demande d'infrastructures en 2021, nous prévoyons que les ventes de ciments au Maroc atteindraient 13,2MT en croissance de 7,6%.

Graphe 49 : Evolution des ventes de ciments 2011/21e



Source: Ministère de l'Habitat, Management de Sonasid, Insight Research

Graphe 50 : Evolution des ventes d'acier 2015/21e



## SECTEUR CIMENTS

### A. Exécutive summary du secteur ciments en 2021

#### a. Aperçu de l'industrie Ciments en 2020

L'industrie du ciment au Maroc a commencé l'année 2020 sur une bonne note. Sur les deux premiers mois, les ventes de ciment ont progressé de 5% par rapport à l'année 2019 et de 10% comparé à 2018. Avant que la Covid-19 n'atteigne le Maroc, et l'instauration des mesures de confinement. Selon le HCP « près de 60% des entreprises du secteur auraient arrêté partiellement ou totalement leur activité », en raison de l'arrêt de la majorité des grands chantiers publics et des projets immobiliers.

Par conséquent, fin 2020, la consommation de ciment à l'échelle nationale a baissé de 10% par rapport à une croissance de 2,5% réalisée à fin 2019.

Toutefois, en dépit du déconfinement instauré à partir du mois de juin, les ventes de ciment n'ont pas pu rebondir au 2ème semestre (-2,4%). La lenteur de la reprise des projets immobiliers et la baisse de la demande en logement peuvent être attribuées au repli des ventes au S2 2020. Notons que contrairement au secteur immobilier, la consommation de ciment dans le secteur de l'infrastructure affiche une croissance à deux chiffres pour l'année 2020, soit 12,5%, contre une baisse de 8,3% en 2019.

Nous estimons un taux d'utilisation de la capacité des producteurs nationaux aux alentours de 61% courant l'année 2020, en baisse de 6 points comparé à l'année 2019.

En raison de la baisse de la demande, les cimenteries cotées à la bourse de Casablanca ont mis en place un plan volontariste de réduction des dépenses et investissement courants, cherchant ainsi à réduire l'impact de la baisse de l'activité sur leurs ratios financiers.

#### b. Opportunités en 2021

En 2021, le secteur Ciment devrait renouer avec la croissance profitant des éléments suivants : 1) Une reprise économique suite à une crise sanitaire mieux maîtrisée (+5,3%) ; 2) L'augmentation des investissements publics (+37%) ; 3) La reprise du secteur immobilier ( en témoigne l'évolution des transactions immobilières au T1 2021) ; 4) La baisse des taux d'intérêt des crédits immobiliers (-0,4 points) ; et 5) Les élections législatives qui auront lieu le 8 septembre 2021.

#### c. Valorisation

Sur la base des bénéfices prévisionnelles de l'année 2021, le niveau du secteur ciment au 16/07/2021 27,3x légèrement inférieur à la moyenne de l'industrie ciment sur les 5 dernières années (27,9x)

Parmi les sociétés cotées, LafargeHolcim est notre premier choix dans le secteur Ciment, en raison de sa remarquable amélioration des ratios financiers (+10,6 points marge EBTIDA depuis 2018) et de la perspective d'une croissance intéressante des bénéfices à partir de 2021 suite à la mise en service de son unité dans la région du Sud.

#### d. Nos recommandations

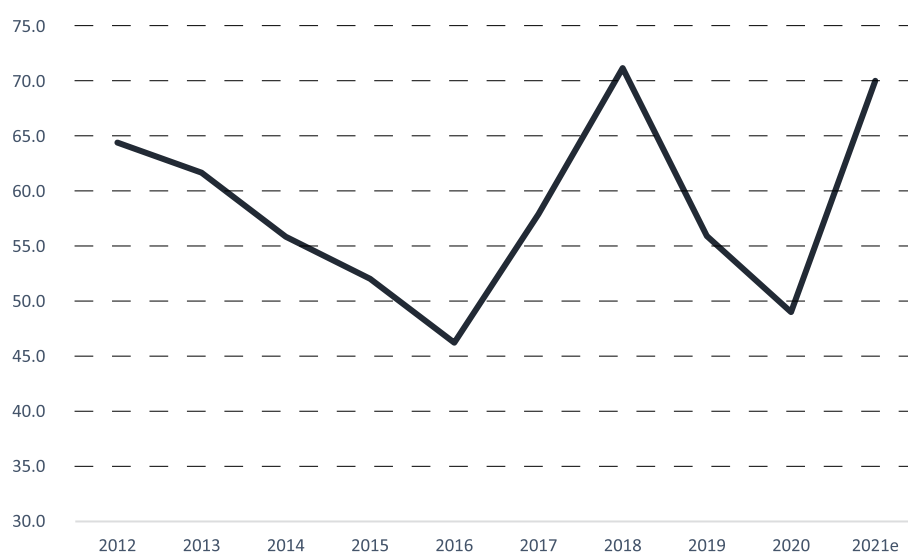
- Lafarge - Renforcer - cours cible : 1854,6MAD/action – Upside : +4,8%.
- Ciments du Maroc – cours cible : 1866,2 MAD/action - Upside : +8,5%

## B. L'évolution des prix devraient demeurer relativement modeste

Durant les dernières années, la hausse des prix de vente de ciment 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 effet, les cimenteries compensent généralement la forte inflation des coûts par une hausse des prix.

En 2021, tous les producteurs de ciment devraient être confrontés à une forte hausse des coûts des intrants en raison du fort renchérissement du petcoke, du fuel et du Diesel.

Graphe 51 : Evolution du prix du Pet coke en 2012-2021e  
(USD/T)



Source: Bloomberg, Insight Research

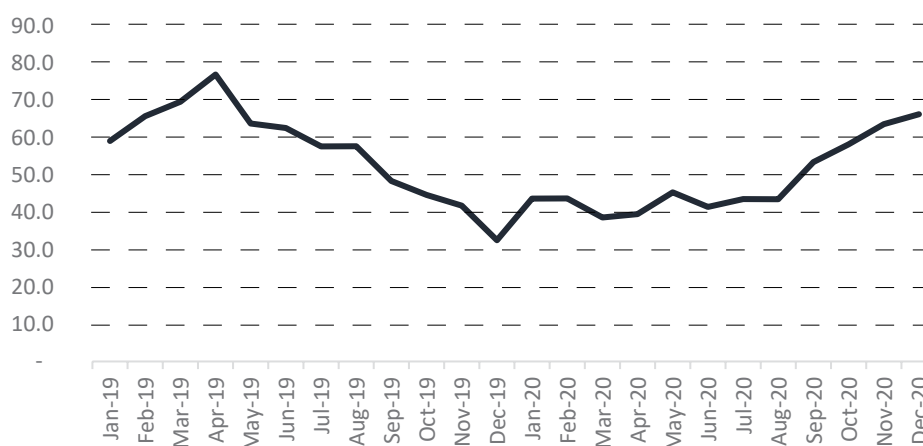
Pour cette année, nous pensons que les producteurs de ciment ne devraient pas être en mesure de compenser l'inflation des coûts. En effet, nous pensons que les augmentations de prix seront plus difficiles à instaurer suite à des taux d'utilisation qui devraient être inférieurs à l'année dernière, et ce suite à la mise en service de la cimenterie de Sud de LafargeHolcim.

Cependant, suite à la pandémie de la Covid19, nous n'envisageons pas de scénario catastrophe de « guerre des prix ». Nous envisageons plutôt un scénario où l'évolution des prix devrait demeurer relativement modeste.

## C. Coûts - flambée des prix en 2021e

La plupart des cimenteries ont enregistré une amélioration des marges au cours de l'année 2020, et ce en raison de la baisse du coût du petcoke (Graphe ci-dessous) et du fret.

Graphe 52 : Evolution du prix du Petcoke janvier 2019- Décembre 2020 (USD / T)



Source : Bloomberg, Insight Research

En 2021 tous les producteurs de ciment devraient être confrontés à une hausse des coûts des matières premières et ce en raison du fort renchérissement du pet coke, des frets et en plus de la hausse du prix du fuel.

Le coke de pétrole, qui est un sous-produit de transformation du pétrole brut, est fortement lié aux prix du pétrole brut. Les prix du pétrole brut pourraient augmenter suite à une reprise de la demande à l'échelle internationale, et de ce fait nous nous attendons que les prix du pet coke suivent probablement la même trajectoire.

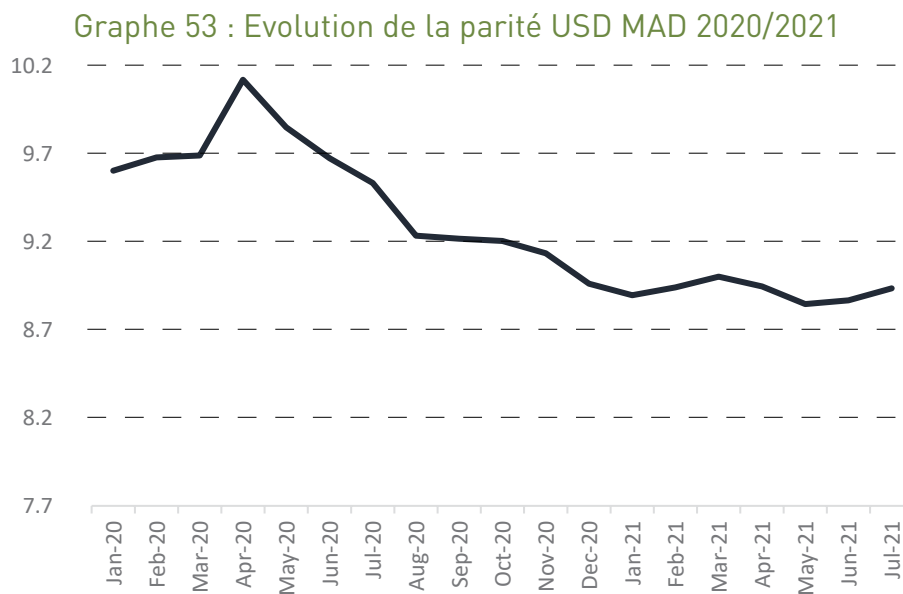
Avec une hausse des prix du pétrole brut, les prix du diesel et fuel devraient également augmenter. Compte tenu de cette appréciation nous nous attendons à ce que les taux de fret progressent davantage (puisque le fuel constitue un des gros postes du compte d'exploitation des compagnies maritime).

Tableau 2 : Prévion d'inflation des coûts d'énergie (YOY 2020-2021)

Combustible	Inflation 2021
Pet Coke	+62%
Fuel	+48%
Electricité	0%

Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

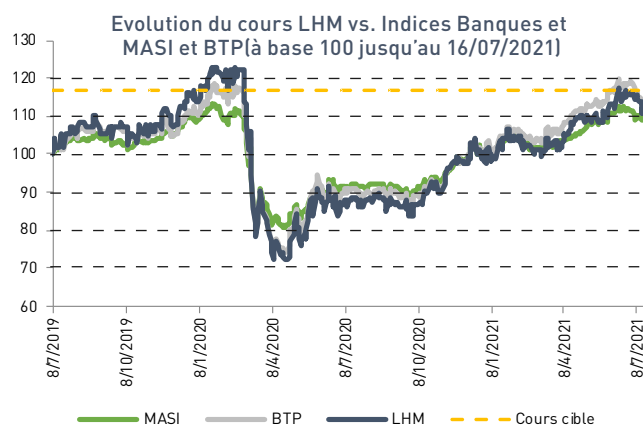
Notons que la parité USD/MAD a atteint sur les six premiers mois de l'année 2021 une moyenne de 8,92, soit une baisse de 8,7% comparé à la même période en 2020. De ce fait, vu que les prix des combustibles et du fret sont libellés en dollars, la hausse des coûts matières devrait avoir moins d'impact pour les cimenteries marocaines.



Source : Bloomberg, CDG Capital Insight

## D. Valorisations et recommandations

### a. LafargeHolcim



<p><b>Recommandation : Renforcer</b>                  Cours cible : 1854,6 MAD                  Potential : +4,8%                  Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD</p>			
	2019	2020	2021e
CA	7,9	7,0	7,6
REX	3,1	3,1	3,2
RNPG	1,7	1,5	1,7

#### Valorisation et recommandation

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 contexte morose. Ainsi, et en se basant sur les méthodes DCF, nous obtenons un cours objectif de 1854,6MAD/action soit un potentiel de hausse de 4,8% par rapport au cours de 16/07/2021. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons nos investisseurs de « Renforcer » leurs positions sur le titre « LafargeHolcim ».

#### Argumentaire d'investissement

Parmi les sociétés cotées, LafargeHolcim est notre premier choix dans le secteur Ciment, en raison de sa remarquable amélioration des ratios financiers et de la perspective d'une croissance intéressante des bénéficiaires à partir de 2021 suite à la mise en service de son unité dans la région du Sud.

Les trois dernières années (2018-2020) ont été marquées par une croissance négative des revenus du groupe Lafarge, et bien que les coûts de l'énergie aient augmenté régulièrement (excepté pour l'année 2020) nous assistons à une amélioration remarquable des ratios de profitabilité et génération de CashFlow.

En effet, depuis 2018, le groupe LafargeHolcim ne cesse d'améliorer ses ratios, d'abord 1) sa marge EBITDA s'est appréciée de 10,6 points (passant de 44,8% à 55,4%) alors que Ciments du Maroc a vu sa marge EBITDA stable aux alentours de 49%, ensuite 2) sa capacité à générer du Cash-Flow s'est améliorée de près de 1 points (passant de 21% en 2018 à 22% en 2020) alors que Ciments du Maroc a vu sa capacité à générer du Cash-Flow se dégrader de 10 points (passant de 43% en 2018 à 33% en 2020).

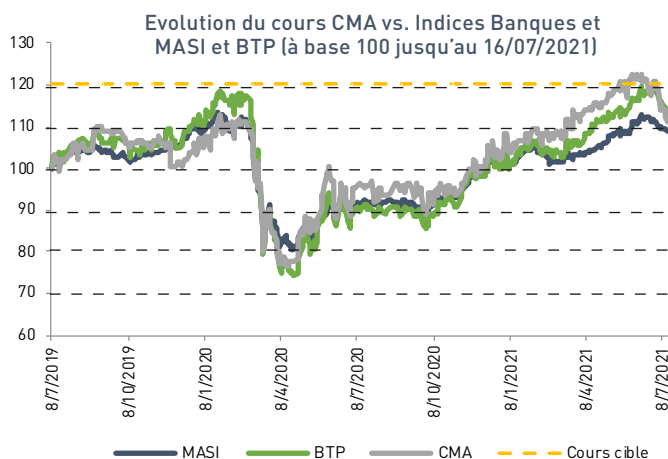
#### Nos prévisions pour 2021e

Compte tenu d'un effet volume positif, le groupe LafargeHolcim devrait réaliser pour l'année 2021 des revenus de l'ordre de 7,6 Mrds MAD en progression de 8,5%.

En raison d'une amélioration du chiffre d'affaires, nous prévoyons une amélioration de l'EBITDA en 2021, de l'ordre de 5,2% comparativement à un an auparavant.

Toutefois, en raison de la hausse des prix de l'énergie, principalement le pet coke, la marge EBITDA devrait ressortir en baisse de 1,7 points, soit une marge EBITDA de 53,7%.

## b. Ciments du Maroc



<p>Recommandation : Conserver                  Cours cible : 1866,2 MAD                  Potential : +8,5%                  Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD</p>			
	2019	2020	2021e
CA	4,0	3,7	3,9
REX	1,48	1,35	1,38
RNPG	1065,1	716,3	903,7

### Valorisation et recommandation

Notre valorisation suggère un cours objectif de 1866,2 MAD par action, soit 8,5% d'upside. Ce cours objectif a été calculé sur la base de la méthode DCF, et ne tient pas en compte les revenus potentiels suite aux nouveaux investissements du Groupe Ciments du Maroc dans le cadre de leur finalisation de l'acquisition, auprès du Groupe Anouar Invest, des sociétés Atlantic Ciment et Cimsud suite à un accord signé le 26 juillet 2019. Pour rappel, l'accord conclu avec le Groupe Anouar Invest portait sur l'acquisition par Ciments du Maroc d'Atlantic Ciment, société qui porte le projet de construction et d'exploitation d'une usine de production de ciment d'une capacité de 2,2 millions de tonnes par an (Province de Settat); et Cimsud, une société qui exploite une unité de broyage à Laâyoune avec une capacité de 500.000 tonnes. Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons nos investisseurs de « Renforcer » le titre « Ciments du Maroc ».

### Argumentaire d'investissement

Fondamentalement, nous continuons d'apprécier la rentabilité de l'entreprise et une génération de cash-flow structurellement supérieure à celle du groupe Lafarge. En effet, Ciments du Maroc présente toujours la plus forte capacité de génération de Cash-Flow (FCF/CA de 39% sur les quatre dernières années contre respectivement 23% pour le secteur et 29% pour le groupe LafargeHolcim). Néanmoins, depuis 2018 nous attestons à une baisse du ratio FCF/CA, il est passé de 44% en 2017 à 33% en 2020. Cela dit, la mise en service de la nouvelle cimenterie Sud de Lafarge, combinée à des perspectives d'évolution faibles comparées aux années d'avant, limitent la hausse et nous empêchent d'augmenter davantage notre valorisation.

### Nos prévisions pour 2021e

Compte tenu d'un effet volume positif, le groupe Ciments du Maroc devrait réaliser pour l'année 2021 des revenus de l'ordre de 3,9 Mrds MAD en progression de 5,6%. En raison d'une amélioration du chiffre d'affaires, nous prévoyons une légère amélioration de l'EBITDA en 2021, soit 0,9% comparativement à un an auparavant. Toutefois, en raison de la hausse des prix de l'énergie, principalement le pet coke, la marge EBITDA devrait ressortir en baisse de 2,2 points, soit une marge EBITDA de 46,7%.

## SECTEUR SIDÉRURGIE

### A. Exécutive summary du secteur sidérurgie en 2021

#### a. Aperçu de l'industrie Sidérurgie en 2020

La crise que traversait le secteur sidérurgie durant les dernières années, a été aggravée par la pandémie de la Covid-19. En effet, l'état d'urgence sanitaire et l'annonce du confinement le 20 mars au Maroc ont fortement affecté la production nationale d'acier long courant 2020.

Ainsi, l'activité de construction à travers le pays a été interrompue, « près de 60% des entreprises du secteur auraient arrêté partiellement ou totalement leur activité »<sup>1</sup>, en raison de l'arrêt de la majorité des grands chantiers publics et des projets immobiliers. Cette situation a donc lourdement impacté les ventes d'aciers longs. A fin 2020, la consommation de rond à béton et de fil machine à l'échelle nationale a baissé de 10% atteignant un niveau de 1,1 MT soit un taux d'utilisation estimé aux alentours de 31%.

Par ailleurs, le secteur a profité d'une hausse des prix de rond à béton à partir de mois de juin 2020. En effet, les prix se sont appréciés de 25% au deuxième semestre 2020.

#### b. Opportunités en 2021

En 2021, l'industrie sidérurgique devrait renouer avec la croissance, sur la base des éléments suivants: 1) le prix du rond à béton devrait rester élevé, en raison des tensions commerciales entre la Chine et l'Australie, qui exercent une pression sur l'offre de minerai de fer; 2) la reprise économique à l'échelle nationale et internationale ; 3) la production nationale d'acier s'améliorera parallèlement à la reprise de l'industrie immobilière et la hausse des investissements publics; 4) des taux d'intérêts des crédits immobiliers bas ; et 5) Les élections législatives qui auront lieu le 8 septembre 2021.

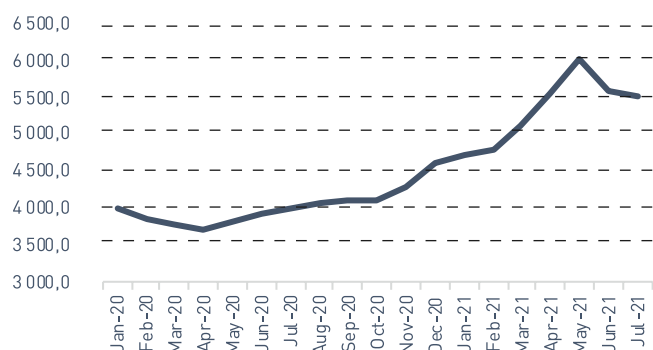
#### c. Valorisations

Sur la base des bénéfices prévisionnelles de l'année 2021, le niveau du secteur sidérurgie au 16/07/2021 représenterai un PER de 13,1x, soit un niveau inférieur à la moyenne du secteur sur les 5 dernières années (13,6x)

## B. Le prix devrait se maintenir à un niveau élevé en raison d'une demande mondiale soutenue

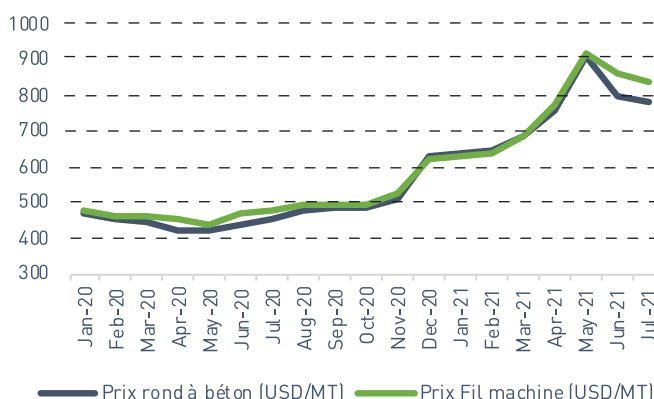
A fin mai 2021, l'indicateur du prix l'acier « Steel Price Index Steel Composite » a augmenté de 59% comparé à la même période de l'année dernière. Les prix du rond, du fil machine à l'export en chine ont augmenté cette année de 50% en moyenne, et ont même réussi à franchir les prix records atteint en 2008. Le sentiment économique optimiste mondial, la résilience du marché chinois de l'acier et une meilleure dynamique de l'activité sidérurgique sur les marchés de l'acier aux États-Unis et dans l'UE ont rendu cette évolution de prix impressionnante possible.

Graphe 54 : Evolution des prix du « Steel Price Index Steel Composite » en CNY/MT 2020-2021



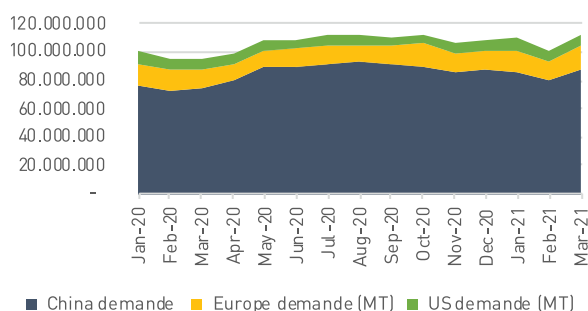
Source : Bloomberg, Insight Research

Graphe 55 : Evolution des prix du Rond à béton, et Fil machine à l'export Shanghai 2020/2021 en USD/MT



Source : Bloomberg, Insight Research

Graphe 56 : Evolution de la demande d'acier en chine, Union Européenne, Etats-Unis en MT 2020/2021



Source : Bloomberg, Insight Research

Nos perspectives concernant les prix d'acier long restent favorables cette année. La croissance de la demande devrait être solide parallèlement au renforcement des principales économies. Les risques de baisse des prix restent cependant élevés pour les mois à venir. En effet, la suppression progressive du soutien économique ciblé (en particulier en Chine) pourrait être un perturbateur potentiel pour le marché de l'acier.

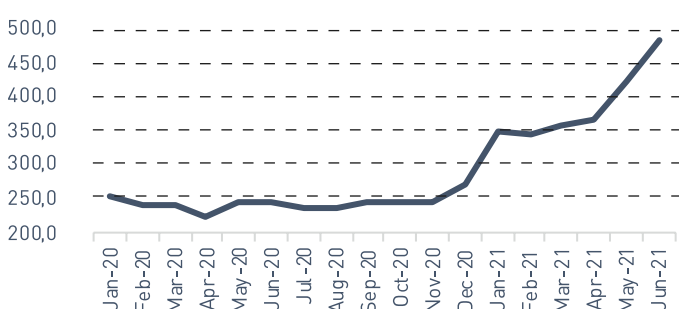
Ainsi, les efforts chinois pour resserrer le crédit et peut-être restreindre purement et simplement les prêts immobiliers pourrait affecter les secteurs intrants de l'industrie immobilière en particulier celui de l'acier (selon bloomberg). De ce fait, nous pensons qu'une situation pareille pourrait freiner la dynamique des prix des matières premières industrielles dans les mois à venir.

### C. Vers une amélioration des marges opérationnelles

Nous pensons que, grâce à la forte augmentation des prix des aciers longs, les marges des sidérurgistes devraient s'améliorer cette année, en dépit d'une appréciation des coûts principalement celui de la ferraille.

En effet, pareillement aux prix de ventes du rond à béton, les prix de la ferraille ont eux aussi connu une forte appréciation durant l'année 2021. Ainsi, les prix de la ferraille se sont appréciés de 97,0% en Juin 2021 à 482,5 EUR/T par rapport au cours moyen de l'année 2020 de 245,0 EUR/T retrouvant un niveau largement au-dessus de la moyenne de 2019 soit 263,9 EUR/T.

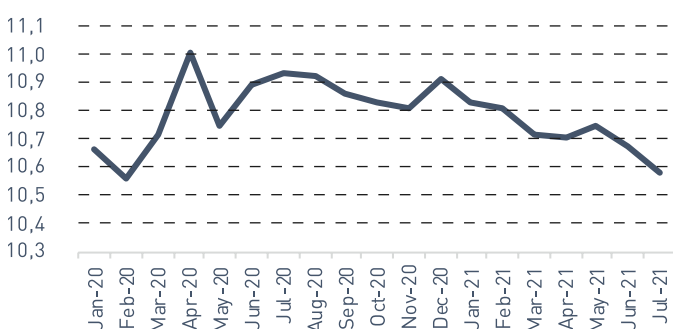
Graph 57 : Evolution du prix de la ferraille EUR/T 2020/2021



Source: Bloomberg, Insight Research

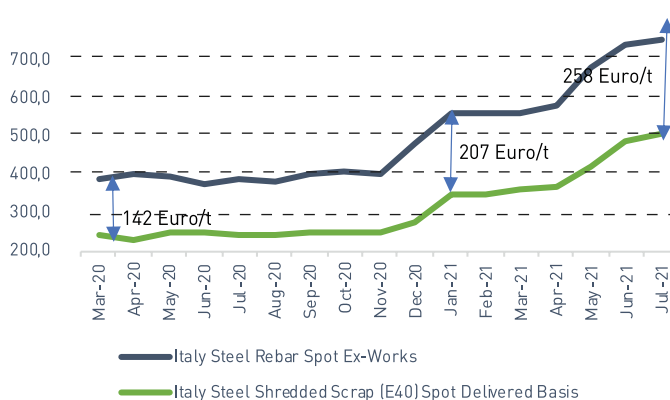
Notons, que la baisse de l'EURO devrait atténuer cette hausse des coûts. En effet, la devise européenne s'est dépréciée de 3,8% entre avril 2020 et juillet 2021.

Graph 58 : Evolution mensuelle de la parité EUR/MAD 2020/2021



Source: Bloomberg, Insight Research

Graph 59 : Evolution du Spread Rond à Béton Ferraille Euro/t Mars 2020 – Juillet 2021

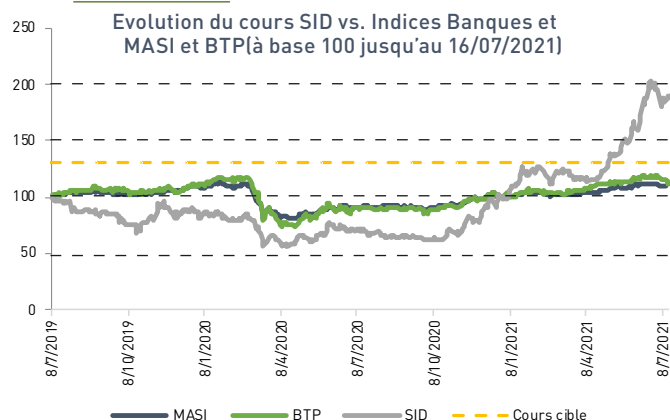


Source : Bloomberg, Insight Research

Par ailleurs, le spread Ferraille/ Rond à béton affiche une amélioration continue depuis octobre 2020. En effet, il est passé de 142EUR/t en mars 2020 à 258 EUR/t en mai 2021 soit une appréciation de 81,9%.

## D. Valorisations et recommandations

### a. Sonasid



Recommandation : Conserver  
Cours cible : 548,9 MAD  
Potential : -5,7%  
Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD

	2019	2020	2021e
CA	3,6	3,2	4,1
REX	22,3	-21,9	156,9
RNPG	-41,2	-27,9	136,6

### Valorisation et recommandation

Notre valorisation suggère un cours objectif de 548,9 MAD par action, soit -5,7% par rapport au cours du 16/07/2021.

Ce cours objectif a été calculé sur la base de la méthode DCF, et ne tient pas compte des revenus potentiels émanant de nouveaux investissements du Groupe Sonasid dans le cadre de leur nouveau positionnement sur les produits à haute valeur ajoutée.

Ainsi, en se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons nos investisseurs de « Conserver » le titre « Sonasid ».

### Argumentaire d'investissement

Ainsi, selon le management de nouveaux investissements devraient voir le jour à moyen court terme, et ce dans le but d'optimiser le portefeuille en aciers long, et permettre ainsi au groupe d'améliorer son ROCE, et sa valorisation. La nouvelle orientation stratégique du groupe consiste aujourd'hui à produire des aciers longs spéciaux. Ce marché (d'aciers longs spéciaux) se caractérise par des prix élevés traduisant une plus forte valeur ajoutée que les aciers longs traditionnels.

Néanmoins, le groupe restera vulnérable au renchérissement du coût de ses matières premières, mais à la différence des aciers longs traditionnels, le « pricing power » concernant les aciers longs spéciaux devrait être fort (suite à une offre faible comparé aux aciers traditionnels).

Nous pensons que les tensions sur les marchés de matières premières perdureront encore pour les années à venir, ce qui empêchera les marges opérationnelles du groupe de retrouver leurs niveaux historiques des années 2008. Toutefois, la diversification du portefeuille, devrait permettre au groupe de rester dans une position confortable pour répercuter une grande partie de la variation des prix sur certains produits spécifiques ou le contexte concurrentiel est moins acharné.

Au final, en se positionnant sur des aciers à haute valeur ajoutée, le groupe Sonasid devrait présenter un business model défensif, et une valorisation encore attractive dans un horizon à moyen terme. En effet, nous pensons qu'à travers ces investissements, le groupe pourrait mieux se défendre en période de creux de cycle, et rester ainsi rentable (contrairement aux années précédentes), pouvant démontrer ainsi une nouvelle capacité de résilience à la cyclicité de l'industrie mondiale. Cependant, en l'absence de catalyseur à court terme et de free cash-flow avant investissement, et surtout après une solide performance du titre depuis le début de l'année (+94% contre 8% pour le MASI), nous prévoyons une légère correction (-5,7% sur notre cours objectif). Par conséquent, nous recommandons nos investisseurs de conserver le titre Sonasid dans leur portefeuille.

### Nos prévisions pour 2021e

Compte tenu d'un effet volume et prix positif, le groupe Sonasid devrait réaliser pour l'année 2021 des revenus de l'ordre de 4,1 Mrds MAD en progression de 31,4%.

En raison d'une amélioration du chiffre d'affaires, et du spread Ferraille/Rond à béton nous prévoyons une forte progression de l'EBITDA, pour atteindre 297,6 MMAD en 2021 contre 134,1 MMAD un an auparavant.

De ce fait, la marge EBITDA devrait ressortir en hausse de 2,9 points, soit une marge EBITDA de 7,2%.

## ANNEXES

## A. Secteur Bancaire

## a. Principaux indicateurs financiers en MMAD

	CA			REX			Résultat net		
	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e
ATW	23 473	23 858	24 889	10 661	6 169	8 308	6 951	3 705	5 186
BCP	17 816	19 287	19 973	5 994	2 128	3 984	3 888	1 283	2 466
BOA	13 861	14 002	14 357	3 599	1 750	2 880	2 576	1 364	2 176
BMCI	3 059	3 052	3 045	973	427	615	600	145	412
CDM	2 403	2 381	2 412	790	340	568	512	196	350

## B. Secteur Télécom

## c. Principaux indicateurs financiers en MMAD

	CA			REX			Résultat net		
	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e
IAM	36 517	36 769	36 006	8 231	12 018	11 084	3 598	6 288	6 744

## C. Secteur Matériaux de construction

## d. Principaux indicateurs financiers

	CA			REX			Résultat net		
	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e	2019	2020	2021e
SID	3622	3 153	4 312	22	-22	206	-41	-28	173
LHM	7855	6 980	7 575	3154	3 076	3 185	1700	1 492	1 664
CMA	3998	3 702	3 908	1481	1 349	1 380	1081	716	903

# 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

Manal ALAOU

manal.alaoui@cdgcapital.ma

## 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.