

CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT



INTRODUCTION EN BOURSE DU GROUPE TGCC

NOTE D'ANALYSE
Décembre 2021

EXECUTIVE SUMMARY

👤 **Fatima Zahra BENJDYA**

Responsable Actions

✉ fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

👤 **Fatima Zahra ERRAJI**

Analyste financier

✉ ferraji@cdgcapital.ma

Le groupe TGCC bénéficie de plusieurs atouts qui nous poussent à **recommander la souscription à l'IPO**, dont notamment :

- **Un portefeuille diversifié** : le groupe opère dans différents secteurs d'activités.

- **Une clientèle majoritairement privée** : 82,5% du carnet de commandes au 30 juin 2021 provient des clients opérant dans le secteur privé.

- **Trois facteurs de soutien à la croissance du groupe TGCC** : Immobilier, Infrastructures et l'Afrique. En effet, le groupe devrait profiter de la demande croissante de logements et des travaux de construction pour des projets d'infrastructure gouvernementaux. De même, l'ouverture à l'international devrait continuer à offrir un potentiel important de par les perspectives économiques qui sont globalement prometteuses dans les pays où le groupe est présent.

- **Un rendement DY attractif** : Tenant compte d'une hypothèse de distribution de 70% de son résultat net sur la période 2021e - 2027p, l'opérateur bénéficie d'une bonne visibilité en termes de rendement. A ce titre, le groupe devrait offrir un DY de 3,9%, soit un niveau attractif par rapport aux comparables. Notons aussi que même les nouveaux actionnaires percevraient post IPO un dividende au titre de l'exercice 2021e.

Les risques qui pourraient nous faire changer d'avis

Nous percevons les risques suivants à notre argumentaire d'investissement :

- **Concurrence accrue** : le groupe fait face à un environnement fortement concurrentiel. A ce titre, le groupe prévoit déjà dans son business plan une baisse de la marge afin de renforcer les volumes de ventes.

- **Endettement structurel** : le groupe dispose d'un endettement assez élevé avec un gearing estimé à plus de 100% en 2021e, selon les prévisions du groupe. Cette capacité financière relativement limitée pourrait éventuellement se répercuter sur le carnet de commandes à moyen terme.

Dans le même sillage, bien que les perspectives de croissance du secteur des infrastructures au Maroc demeurent attrayantes, son financement pourrait susciter quelques interrogations.

- **Marché instable** : Le groupe évolue dans un marché relativement cyclique et pourrait faire face à un éventuel renchérissement des coûts des matériaux de construction (acier, bois, etc.)

- **Risques à l'international** : L'ouverture à l'international présente aussi plusieurs défis : risque pays, risque de change, risque de non-paiement, gestion des flux...

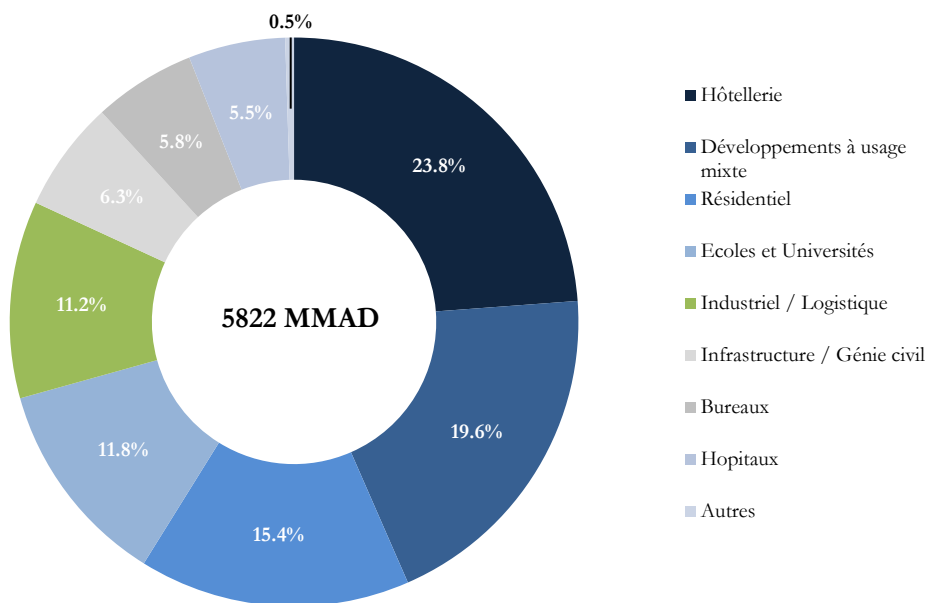
SOMMAIRE

Présentation du groupe TGCC, Acteur majeur dans le secteur BTP au Maroc	4
Une IPO en vue de financer le développement stratégique du groupe	6
Un repositionnement stratégique : l'infrastructure désormais une priorité	7
Des hypothèses de BP en ligne avec les réalisations historiques	9
Valorisation par comparables	11

Présentation du groupe TGCC, Acteur majeur dans le secteur BTP au Maroc

Créé en 1991 par M. Bouzoubaa, l'opérateur TGCC est aujourd'hui un acteur clé dans le secteur BTP au Maroc. A ce titre, le groupe a développé plusieurs projets de construction dans différents secteurs d'activités aussi bien au Maroc qu'en Afrique : résidentiel, hôtelier, commercial, industriel et administratif. Le groupe dispose d'un portefeuille diversifié, comme en atteste la répartition sectorielle du carnet de commandes du groupe représentée ci-après :

Graphe 1: répartition sectorielle du carnet de commande du groupe TGCC au 30 juin 2021

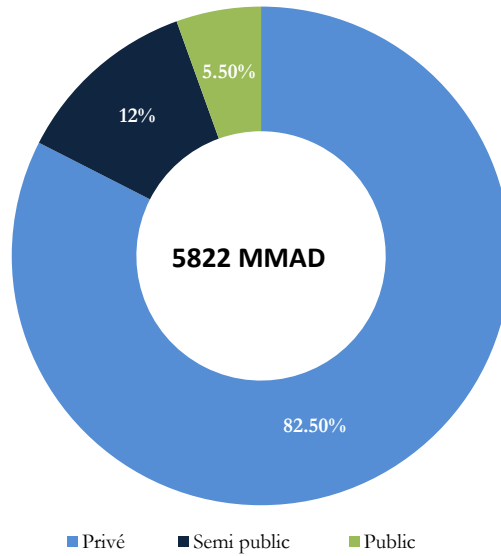


Source : Note d'information d'IPO de TGCC, Insight Research

Parmi les grands projets réalisés par le groupe, nous citons à titre indicatif la tour Mohamed VI, le grand stade de Tanger, le centre commercial AnfaPlace ou encore le grand théâtre de Casablanca. Des projets d'envergure qui ont permis au groupe de devenir un des principaux acteurs dans la construction.

Nous tenons à souligner aussi que 82,5% du carnet de commandes au 30 juin 2021 provient des clients opérant dans le secteur privé. Les clients publics représentent seulement 5,5%, alors que les clients semi-publics, correspondant essentiellement à des institutions financières de développement, s'accaparent une part de 12,0% du carnet de commandes du groupe.

Graphe 2 : répartition par type de client du carnet de commandes du groupe TGCC au 30 juin 2021

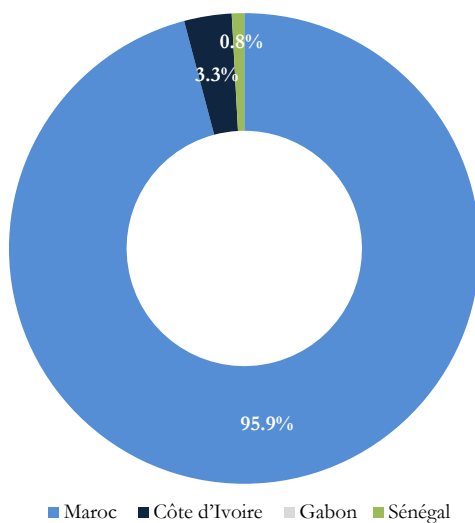


Source : Note d'information d'IPO de TGCC, Insight Research

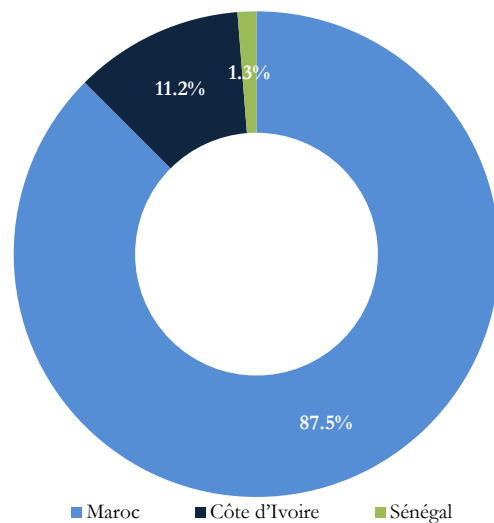
Par ailleurs, suite à une stratégie du groupe à caractère multidimensionnel, l'opérateur s'est développé en Afrique-subsaaharienne, notamment en Côte d'Ivoire, Gabon et au Sénégal. En effet, le groupe a réalisé en moyenne 4,6% de son chiffre d'affaires à l'étranger sur la période 2018-2020, principalement en Côte d'Ivoire (3,3% du chiffre d'affaires en 2020) et au Sénégal (0,8% du chiffre d'affaires en 2020).

Aujourd'hui, le groupe est présent en Afrique avec cinq projets importants en Côte d'Ivoire et deux projets au Sénégal avec des commandes de 655 MMAD et 73 MMAD respectivement au 30 juin 2021, ce qui représente environ 12,5% du total du carnet de commandes du groupe. Nous notons que les activités du groupe au Gabon ont cessé en 2019 suite aux contraintes de développement rencontrées par le Groupe dans ce pays.

Graphe 3 : Répartition du CA à fin 2020 par zone géographique



Graphe 4 : Répartition du carnet de commande à fin juin 2021 par zone géographique



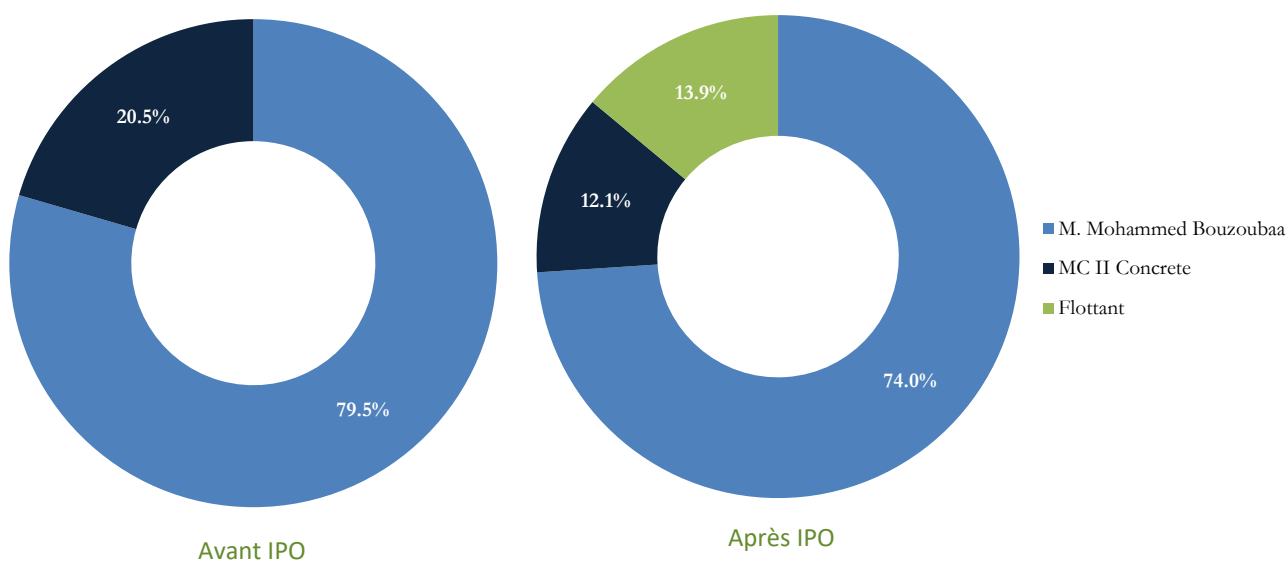
Source : Note d'information d'IPO de TGCC, Insight Research

Une IPO en vue de financer le développement stratégique du groupe

Le groupe TGCC a lancé son opération d'introduction en bourse d'un montant de 600 MMAD avec un prix de référence de 136 MAD par action. Cette opération sera effectuée à travers à la fois une augmentation de capital de 300 MMAD et une cession d'actions du fonds d'investissement MC II Concrete d'un montant de 300 MMAD.

Suite à la réalisation de cette IPO, le capital flottant devrait se situer à hauteur de 13,94%. L'actionnariat du groupe se déclinera donc comme suit :

Graphe 5 : Actionnariat du groupe Avant et Post IPO



Source : Note d'information d'IPO de TGCC, Insight Research

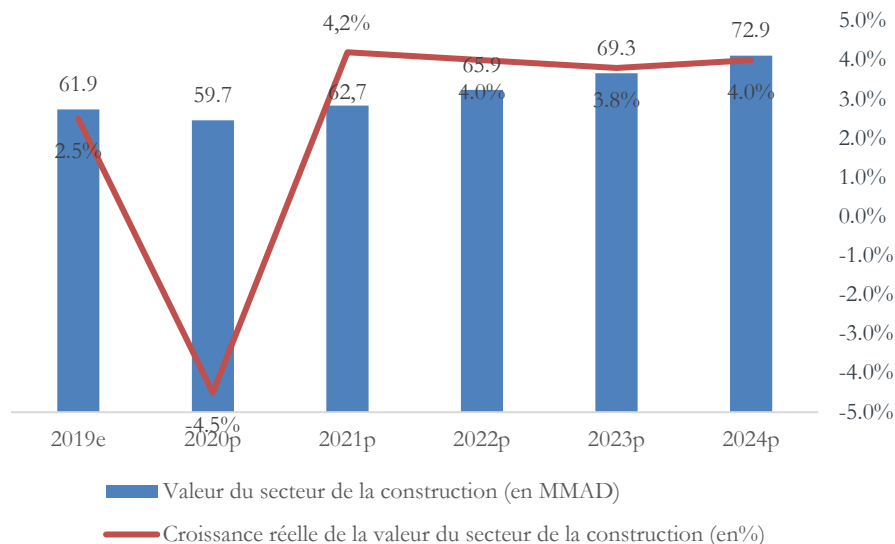
Globalement, cette levée de fonds permettra au groupe de poursuivre sa stratégie de développement à travers trois axes majeurs, à savoir :

- 1) La diversification de ses activités : Un montant de 150 MMAD sera alloué au financement des investissements liés notamment à la réalisation de divers ouvrages d'arts (ponts, viaducs, etc.), de barrages et d'ouvrages maritimes.
- 2) L'internationalisation : Le groupe compte poursuivre sa stratégie de développement et d'expansion en Afrique, où un montant de 100 MMAD devrait être alloué à financer cette croissance externe.
- 3) La verticalisation : Un montant de 50 MMAD permettra au groupe de continuer à développer ses activités, tel que les lots techniques, charpentes métalliques, façades, etc.

Un repositionnement stratégique : l'infrastructure désormais une priorité

Après un recul de 4,5% en 2020, le secteur de la construction devrait rebondir en 2021 +4,2% avant de décélérer en 2022 (+4,0%) puis en 2023 (+3,8%) conformément aux estimations publiées dans la note d'information d'IPO du groupe TGCC.

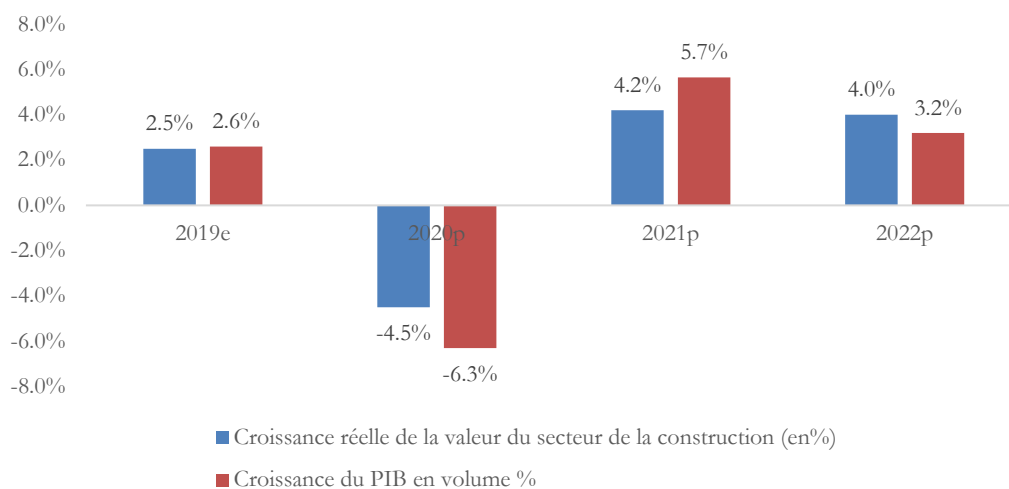
Graphe 6 : Évolution de la valeur du secteur de la construction 2019e – 2024p



Source : Note d'information d'IPO de TGCC, Insight Research

Le rebond du secteur de construction en 2021 devrait même être plus fort que celui de l'économie à l'échelle nationale, comme le montre le graphe ci-dessous.

Graphe 7: Évolution de de la croissance du PIB et de la valeur du secteur de la construction 2019e – 2022p



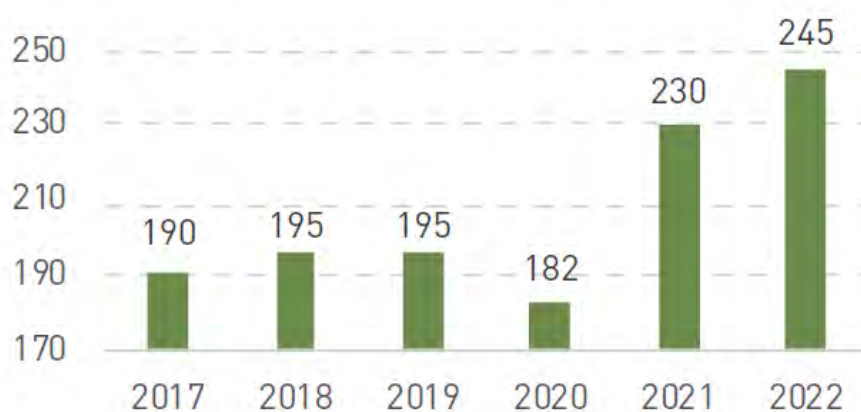
Source : Projet de loi de Finances 2022, Note d'information TGCC, Insight Research

À notre sens, l'ensemble des sous-secteurs de la construction devraient bénéficier de cette relance. 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 devraient soutenir fortement les revenus du groupe TGCC. En effet, l'un des axes stratégiques du groupe, est de développer significativement sa présence sur les marchés des travaux publics notamment les barrages, les ports et les ouvrages d'art.

Rappelons que le chantier des infrastructures a connu lors de ces dernières années une forte croissance (amélioration du réseau routier, ferroviaire, portuaire et zones logistiques) et représente pour le Maroc un vecteur stratégique pour le développement de l'économie. En effet, afin de renforcer sa compétitivité à l'échelle internationale, le Maroc s'est inscrit dans une démarche de développement durable, et s'est engagé à améliorer son réseau de transport de marchandises et de logistique.

Lors de l'approbation de la loi de finances 2022, le gouvernement a annoncé son plan de promotion des investissements publics en allouant un montant de 245 Mrds de MAD pour cette année, soit une progression de 6,5% comparée à l'année d'avant.

Graph 8 : Évolution des investissements publics 2017-2022 (en Mrd MAD)



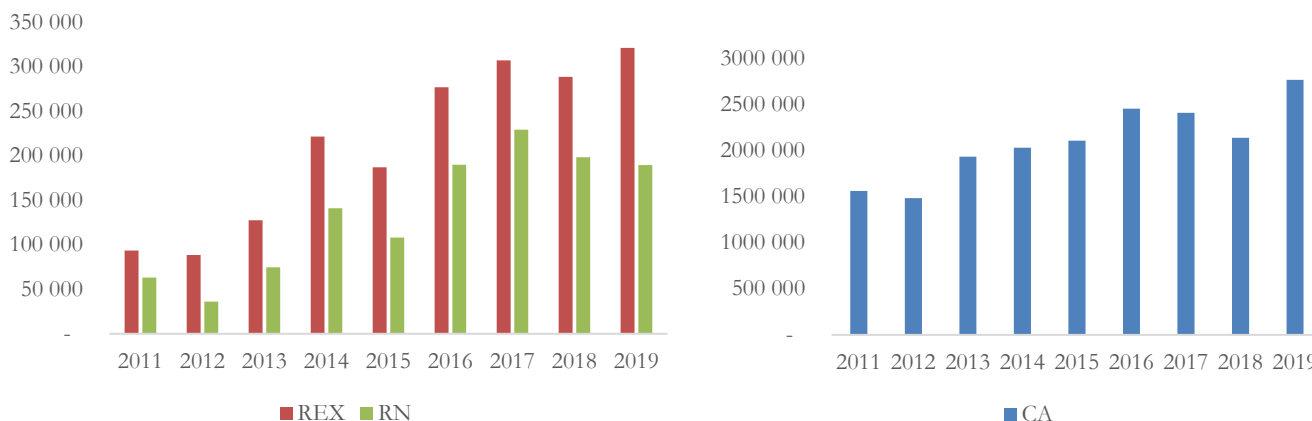
Source : Budget Citoyen – Projet de loi de Finances 2022, Insight Research

Il est à préciser que ce nouveau projet propose d'annuler le report des lignes d'investissement engagées, et ce contrairement à la Loi de finances organiques qui autorise un report limité à un tiers du montant global de l'engagement.

Des hypothèses de BP en ligne avec les réalisations historiques

Depuis 2011, le groupe TGCC affiche une croissance volatile de ses revenus et ses résultats. Néanmoins, en moyenne, sur neuf ans (2011-2019), le groupe a réalisé un TCAM de 7,4% de ses revenus. Avec des marges opérationnelles en moyenne de 10%, le groupe affiche un TCAM de ses bénéfices opérationnels de 17% et de 15% de ses bénéfices nets.

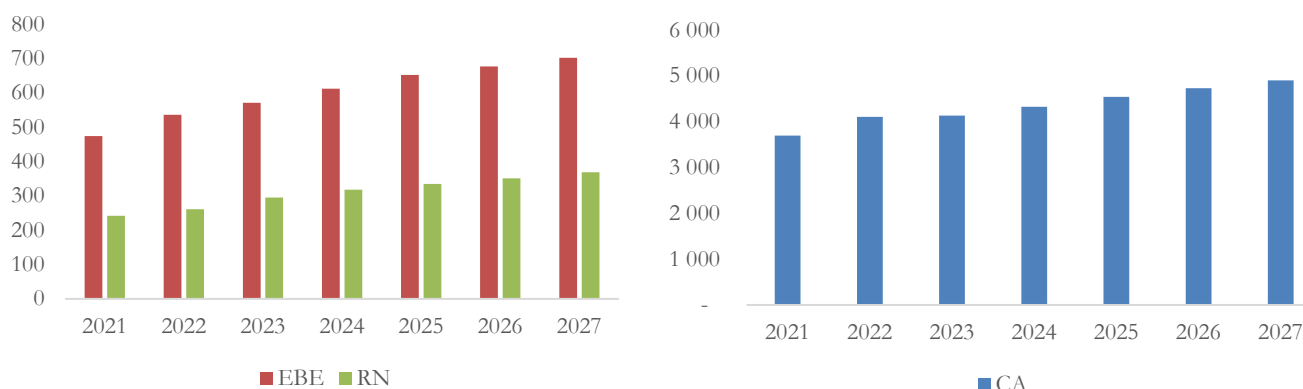
Graph 9 : Évolution des agrégats financiers de TGCC (social) 2011-2019 (en KMAD)



Source : Ompic, CDG Capital Insight

Pour les prochaines années, le management a annoncé que le groupe TGCC devrait réaliser une croissance de ses revenus de 6,2% entre la période 2019 – 2027 (inférieure aux réalisations historiques de 1,2 points), une marge EBE moyenne de 14% en baisse par rapport aux trois dernières années (sur la période 2017-2019 la marge EBE se situait à des niveaux moyens de 17%) et une croissance de 7,5% des FCFF par an.

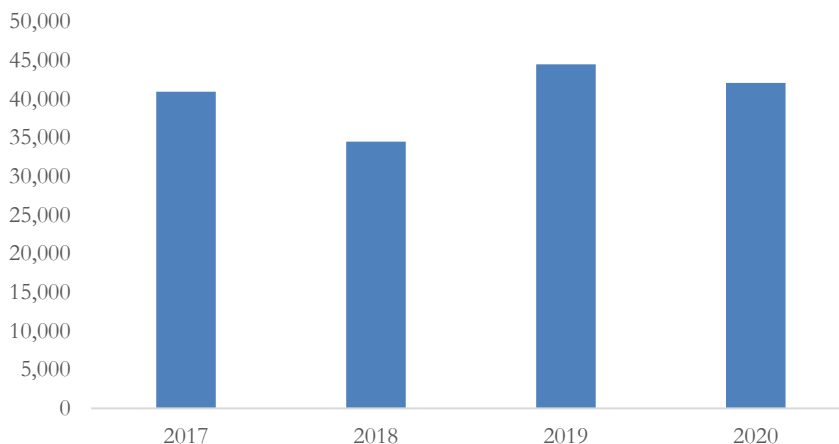
Graph 10 : Évolution des agrégats financiers prévisionnels de TGCC (Consolidé) 2021-2027 (en MMAD)



Source : Note d'information TGCC, CDG Capital Insight

Par ailleurs, à fin septembre 2021, le groupe affiche un endettement net de 940,7 MMAD, soit un 10 gearing de 123,6%. Cet endettement élevé n'est pas sans conséquences sur les résultats du groupe, puisqu'il génère de lourdes charges financières.

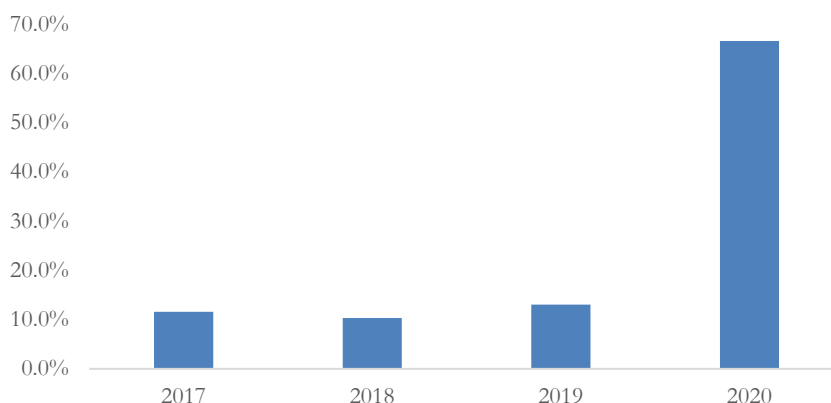
Graphe 11 : Évolution des Frais Financier 2017-2020 (KMAD)



Source : Rapport TGCC, CDG Capital Insight

Aussi, ces charges financières représentent en moyenne 11,6% du résultat d'exploitation sur la période 2017-2019.

Graphe 12 : Évolution du ratio Frais Financier/ REX 2017-2020



Source : TGCC, CDG Capital Insight

Notons que le groupe TGCC prévoit de baisser son endettement à 845 MMAD en 2027, soit un gearing de 51,9% contre 101,1% estimé en 2021. Rappelons que l'effet mécanique de l'augmentation de capital et l'amélioration prévue des résultats sont derrière l'amélioration du gearing.

Sur la base des hypothèses ci-dessus, et tenant compte d'un WACC de 8,01% (selon l'hypothèse retenue par le management) et d'un taux de croissance à l'infini de 2,5%, la valorisation par DCF calculée par le management aboutit à un résultat de **157 MAD/action**, soit un potentiel de hausse de 15,4%.

Valorisation par comparables

La valorisation par la méthode des comparables boursiers s'appuie sur des sociétés cotées opérant dans le même secteur, à savoir la construction, et ayant un même niveau de maturité.

Une fois l'échantillon des sociétés cotées déterminé, nous retenons deux ratios de valorisation à savoir le P/E et DYD qu'on applique au groupe TGCC.

Nous avons constitué un échantillon composé de sociétés cotées opérant dans le secteur de la Construction au Maroc. Il s'agit de :

- JET CONTRACTORS
- DELATTRE LEVIVIER MAROC

En raison de la crise que traverse le groupe DLM, nous avons retenu comme horizon de calcul des ratios de valorisation, les années 2014-2017.

En raison du nombre peu représentatifs des comparables dans le secteur de la construction, nous avons intégré à notre échantillon les ratios de valorisation du MASI.

Tableau 1 : Comparables au sein du marché marocain

	P/E*	DYD*
DLM	17	2,7%
JET CONTRACTORS	11	2,7%
MASI	20	4,1%
Valorisation TGCC (MAD/action)	125	200

Source : AMMC, CDG Capital Insight

*Moyenne des années 2014-2017

Sur la base des comparables boursiers utilisés, nous avons obtenu un cours cible moyen de **162,0 MAD** par action, soit un potentiel de 19,1%.

CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

Directeur Insight

Radouane SIDKY

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

Recherche Macroéconomique et Taux

Ahmed ZHANI

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima Zahra BENJDYA

fatima-zahra.benjdy@cdgcapital.ma

Fatima Zahra ERRAJI

ferraji@cdgcapital.ma

Sarah GRILI

sarah.grili@cdgcapital.ma

Casablanca, Maroc

Tel : 05 22 23 97 12

SYSTEME DE RECOMMANDATION

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

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

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

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

Avertissement

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

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

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

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

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change. Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier son partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.