

## **Retour sur l'année 2019- La reprise s'est confirmée mais reste contrastée par des éléments exceptionnels**



**Avril 2020**

# MASSE BÉNÉFICIAIRE 2019

## Les principales conclusions

1

### L'activité nationale a confirmé sa résilience et la contribution de l'international s'est stabilisée

- Les revenus des entreprises du MASI ont progressé de 2,5% en 2019.
- Les filiales à l'international des secteurs banques et télécom ont enregistré pour la première fois une légère baisse de leur contribution aux revenus en dépit de l'acquisition de la BPCE (Cameroun, Madagascar et Congo) par le groupe BCP.
- la marge opérationnelle (hors l'amende d'IAM) s'est légèrement améliorée de 0,4%, pour s'établir à 24,9%.

2

### Les bénéfices 2019 impactés par l'amende d'IAM et la revalorisation de certains actifs de Managem

- Les résultats nets des sociétés du MASI ont atteint 26,9 Mrds MAD à fin 2019 en baisse de 10,0%.
- Cette forte baisse est due principalement à la provision de Maroc télécom sur l'amende de l'ANRT et dans une moindre mesure à la revalorisation de certains actifs de Managem.
- Retraité de ces deux valeurs, le RNPG aurait affiché une hausse de 4,6%.

3

### Légère amélioration des ratios de valorisation

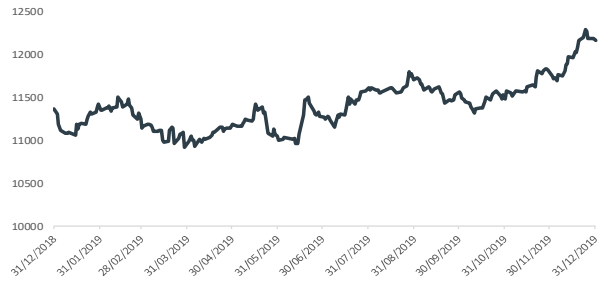
- Les sociétés du MASI devraient verser près de 19,3 Mrd MAD de dividendes soit une légère hausse de 0,6% par rapport à l'exercice précédent.
- Le rendement des dividendes rapporté à la capitalisation au 31 Mars s'est amélioré de 0,4 pts pour s'établir à 4,3% suite principalement au mouvement baissier qu'a connu le marché boursier durant cette crise sanitaire.
- le PER de la place casablancaise ressort à 18,3x contre 18,4x en 2018.

# MARCHÉ BOURSIER EN 2019

*Porté par ses grandes capitalisations, le marché s'est rassuré en 2019*

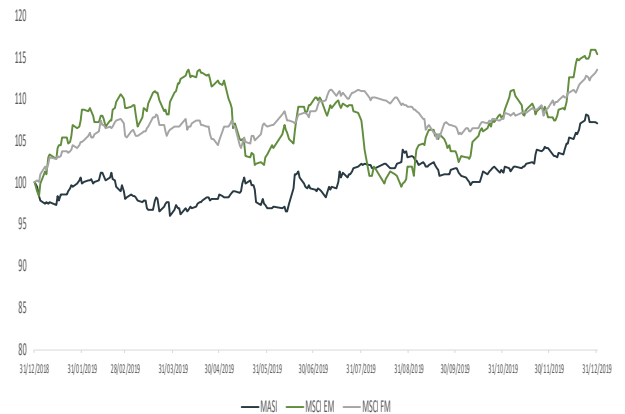
- Après une année terne en 2018 avec une baisse de 8,3%, la bourse de Casablanca a renoué avec la croissance et a clôturé l'année 2019 sur une note positive affichant un YTD de +7,1% à 12171,90 points.
- Sur le plan régional, le **MSCI Morocco** s'est inscrit sur la même spirale haussière que le MSCI EM et le MSCI FM, avec une performance de **6,7%**.
- Au début du premier semestre, la consolidation s'est poursuivie pendant les deux premiers mois de l'année 2019, mais n'a pas perduré face aux résultats annuels décevants des sociétés cotées. Jusqu'à fin Mai, un renversement de tendance est observé quand les investisseurs se montrent désormais optimistes face aux bons résultats du premier trimestre affichés par les banques et cimenteries.
- Ce n'est qu'à partir de mi-juin qu'une tendance haussière est créée. Ceci est principalement due au boost de l'OPV de Maroc Telecom combiné à la hausse des ratios prudentiels des OPCVM de 15% à 20%.
- Le deuxième semestre a démarré sur une note plus hésitante entre juin et fin septembre avec une phase d'escalade suite à l'OPV de Maroc Telecom et une phase de retombée avec la publication des résultats semestrielles décevants. Le rallye est reparti à partir du mois d'octobre, tenant compte de la baisse des taux qui ont atteint leur plus bas niveau en novembre 2019 mais aussi sur des éléments fondamentaux comme les résultats trimestriels des entités cotées.
- La meilleure performance annuelle a été enregistré par le secteur **NTIC** qui a marqué la plus forte hausse (**+41,3%**), tandis que le secteur **BTP** a affiché une contre-performance annuelle de **1,5%**.

## Évolution du MASI courant 2019



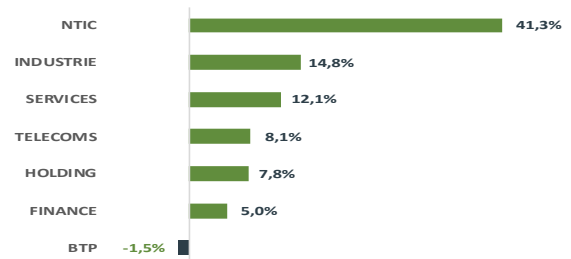
Source : CDGK Research, CSE

## Evolution du MASI, MSCI EM, MSCI FM courant 2019



Source : CDGK Research, Bloomberg

## Performance annuelle du MASI par secteur en 2019



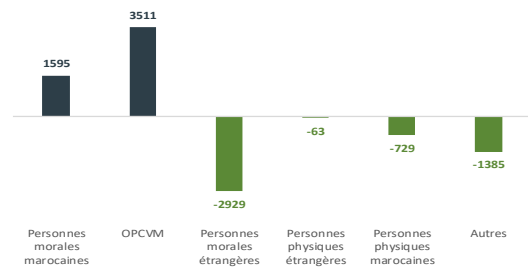
Source : CDGK Research, CSE, Bloomberg

# MARCHÉ BOURSIER EN 2019

## Un marché peu liquide

- En 2019, le volume quotidien moyen ressort à **126,8 MDH** contre **149,6 MDH** en 2018. Ce qui explique l'incertitude qui règne toujours sur le marché casablancais, mettant ainsi les investisseurs en mode attentiste.
- Les volumes domestiques ressortent généralement en hausse en 2019, tandis que les fonds étrangers ont enregistré une baisse de **2,99 Mrd MAD**.
- Seuls les OPCVM et les personnes morales marocaines ont affiché une **position nette acheteuse** de l'ordre de **5,106 Mrd MAD**.
- En effet, suite à la baisse des taux du marché obligataire, 2019 a été marqué par le repositionnement des investisseurs sur le marché actions et principalement les grandes capitalisations tel que **les banques, les Télécoms, et l'Agroalimentaire**.
- Notons que les titres **ATW, IAM, BCP et CSR** ont attiré les plus grands volumes transactionnels au cours de l'année, soit respectivement **6,9 Mrd MAD, 5,4 Mrd MAD, 2,8 Mrd MAD, et 1,7 Mrd MAD**.

### Position nette par catégorie d'investisseurs en 2019



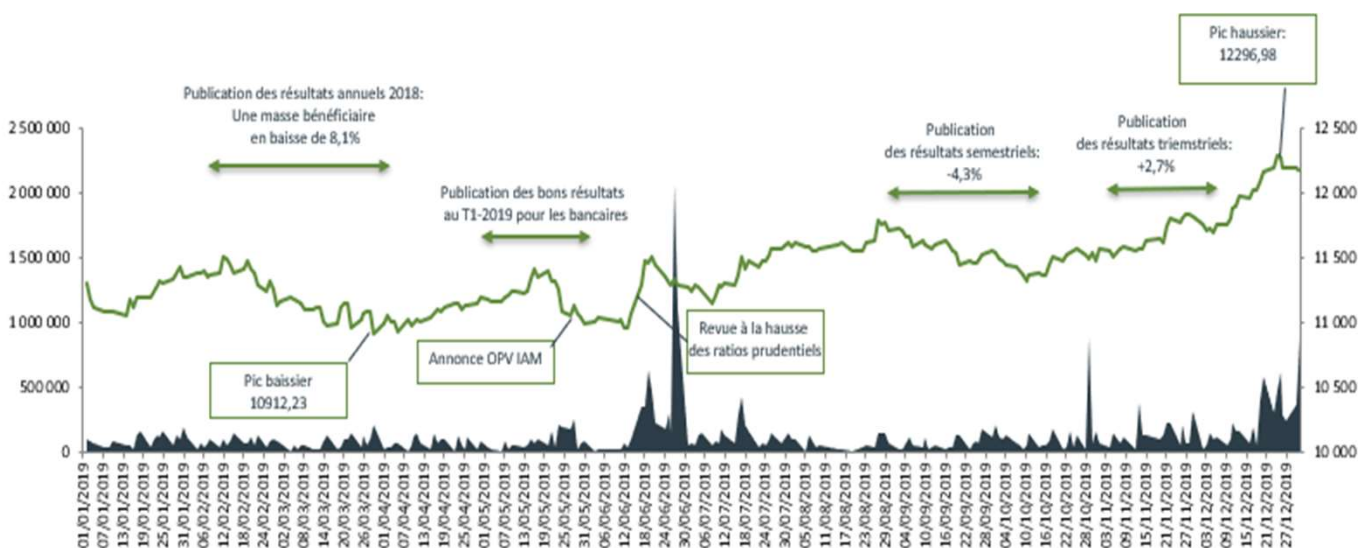
Source : CDGK Research, AMMC

### Volume par secteur en 2019 en KDH



Source : CDGK Research, CSE, Bloomberg

### Évolution du MASI et des volumes courant 2019



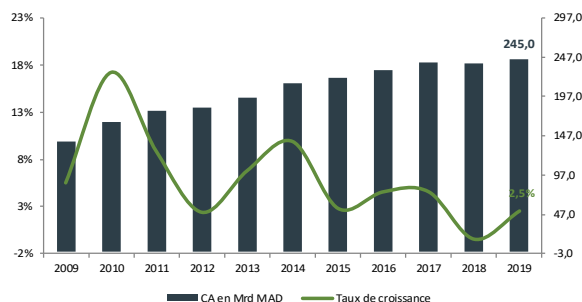
Source : CDGK Research, CSE, Bloomberg

## ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI EN 2019

*L'activité nationale a confirmé sa résilience et la contribution de l'international s'est stabilisée*

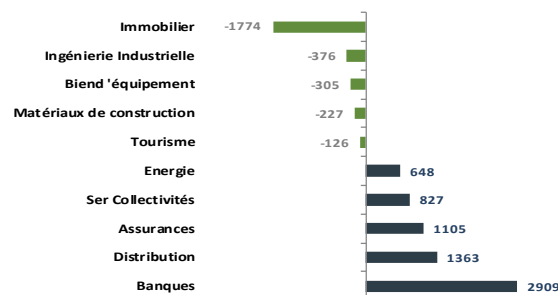
- Le **chiffre d'affaires** des sociétés cotées à la bourse de Casablanca (à l'exception de la valeur Centrale Danone) a progressé de **2,5% en 2019 à 245,0 Mrd MAD**.
- Tenant compte des états financiers pro-forma d'Afriquia Gaz, la hausse ne serait que de **2,0%**.
- Cette évolution des revenus s'inscrit dans un **contexte macroéconomique en ralentissement**, avec une croissance du PIB **estimée à 2,7%** en 2019 contre 3,1% et 4,2% enregistrés respectivement en 2018 et 2017.
- En 2019, 48 sociétés ont publié une activité en hausse par rapport à l'exercice précédent, contre 46 sociétés en 2018.
- L'analyse sectorielle révèle que la croissance du chiffre d'affaires est portée principalement par le **secteur Banques** qui a affiché une hausse de +4,8%. En effet, le PNB du secteur a connu l'amélioration de ses différentes composantes grâce à l'augmentation du volume, l'amélioration de la marge d'intermédiation et la bonne tenue des activités de marché.
- Toutefois, la hausse des revenus a été atténué par la contribution négative des secteurs du BTP à savoir: Immobilier, Ingénierie industrielle, Bien d'équipements et Matériaux de construction qui ont vu leur CA baisser de respectivement -20,0%, -10,9%, -19,8% et -1,4%. D'une manière globale, le ralentissement de l'économie et les pressions sur le pouvoir d'achat représentent à notre sens des éléments qui ont pesé sur l'activité BTP.
- La répartition géographique du chiffre d'affaires, fait apparaître une légère baisse de la contribution des filiales à l'international\* pour la **première fois depuis dix ans, en dépit de la contribution de l'acquisition de la BPCE (Cameroun, Madagascar et Congo) aux résultats du groupe BCP au T4 2019**. En effet, la part de l'international a reculé de 0,2% pour s'établir à 38,1%.

### Historique de l'évolution du CA en Mrd MAD



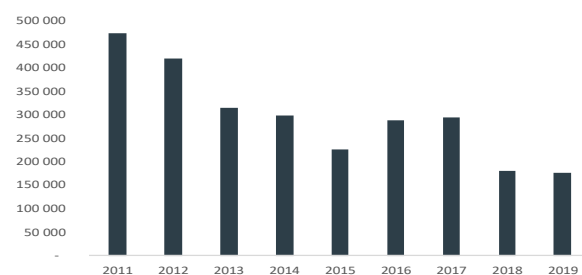
Source : Etats financiers 2019, CDGK Research

### Contribution à la croissance du CA en MMAD



Source : Etats financiers 2019, CDGK Research  
\*retraité Agriquia Gaz Proforma

### Evolution des mises en chantier (en unité)



Source : MHPV, CDGK Research

### Évolution de la contribution des revenus à l'international aux secteurs Banques et Télécom



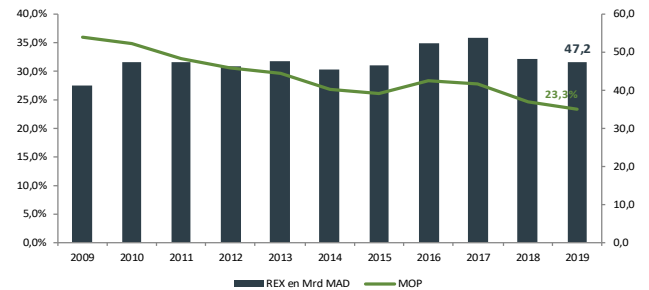
Source : Etats financiers, CDGK Research

# PROFITABILITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI EN 2019

## Le secteur bancaire se démarque avec ses réalisations

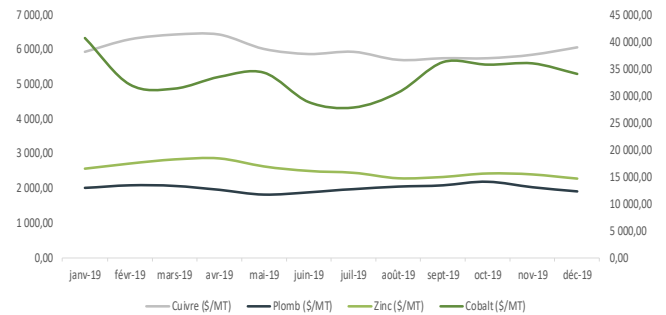
- Le résultat opérationnel des sociétés cotées qui ont publié à date d'aujourd'hui s'élève à 47,2 Mrd MAD à fin 2019, en baisse de 1,7% par rapport à 2018.
- Retraité de la provision de 3,3 Mrd MAD sur l'amende de Maroc Télécom, le résultat d'exploitation ressort à **50,5 Mrd MAD** en progression de **5,1%**.
- La répartition de la profitabilité opérationnelle par secteur fait ressortir une performance marquée du secteur Banque. En effet, ce dernier a profité d'une **bonne tenue de son activité** (hausse de 4,8% du PNB), **d'une optimisation des charges** (le coefficient d'exploitation est passé de 52,7% à fin 2018 à 52,4% à fin 2019) et d'une **amélioration du coût du risque** (une baisse de 4,5%).
- Cependant, le secteur **Mines** plus cyclique a contribué négativement à l'évolution du résultat opérationnel. Il a été impacté par la revalorisation de certains actifs miniers du groupe Managem suite à la **baisse des prix des métaux à l'international**.
- Dans ce sillage, la marge opérationnelle (hors l'amende d'IAM) s'est légèrement améliorée de 0,4%, pour s'établir à 24,9%.
- L'ensemble des secteurs ont vu leur marge augmenter entre 2018 et 2019 à l'exception des secteurs **Telecoms** et **Industrie** et **Services** qui ont perdu respectivement 8,1pts, 2,7pts et 1pt à **22,5%**, **9,5%** et **17,0%**.
- La plus forte **hausse** est enregistrée par le secteur **Holding**, passant de 11,7% à 14,5%.

### Historique de l'évolution du REX et de la marge opérationnelle



Source : Etats financiers 2019, CDGK Research

### Evolution des prix des métaux



Source : Bloomberg, CDGK Research

### Evolution des marges opérationnelles par secteur:

	2018	2019
Telecoms	30,7%	22,5%
Finance	29,0%	30,2%
BTP	24,2%	26,4%
Industrie	12,2%	9,5%
NTIC	10,5%	11,8%
Services	17,9%	17,0%
Holding	11,7%	14,5%
<b>Marché</b>	<b>24,5%</b>	<b>23,3%</b>

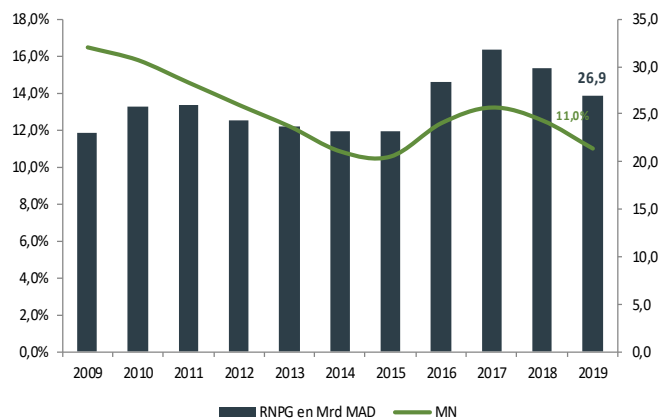
Source : Etats financiers 2019, CDGK Research

## PROFITABILITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI EN 2019

*Les bénéfices 2019 impactés par l'amende d'IAM et la revalorisation de certains actifs de Managem*

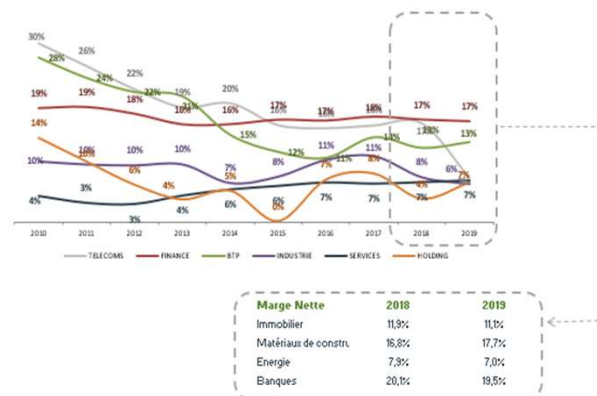
- Les sociétés du MASI (qui ont publié à date d'aujourd'hui) ont réalisé **une baisse de 10,0% de leurs bénéfices pour s'établir à 26,9 Mrd MAD à fin 2019.**
- Cette forte baisse est due à des éléments non récurrents qui ont pesé lourds sur les résultats de la place:
  - ✓ La provision de 3,3 Mrd MAD du groupe IAM correspondant à l'amende de l'ANRT.
  - ✓ La revalorisation de certains actifs du groupe Managem qui a été secoué par la baisse des cours des métaux à l'international dont l'impact est de l'ordre de 350 MMAD au niveau du résultat net consolidé du groupe.

### Historique de l'évolution du résultat net part du groupe



Source : Etats financiers 2019, CDGK Research

### Evolution des marges nettes par secteur



Source : Etats financiers 2019, CDGK Research

- Retraité de ces deux valeurs, les profits nets des sociétés cotées ont enregistré une hausse de **4,6%**, et ce en dépit de la **contribution sociale de solidarité** sur les bénéfices mise à la charge des sociétés.
- Dans ce contexte, les **marges nettes** des sociétés du MASI **se sont dégradées de 1,5 points** passant de **12,7%** en 2018 à **11,1%** en 2019.
- Par ailleurs, **8 sociétés** ont publié des **pertes** en 2019, le même chiffre affiché en 2018.
- Hors IAM et MNG, la répartition sectorielle fait apparaître que les secteurs **Finance** et **BTP** ont vu leur contribution au RN baisser passant de 58,8% et 15,2% en 2018 à **58,0%** et **14,2%** en 2019.

## VALORISATION

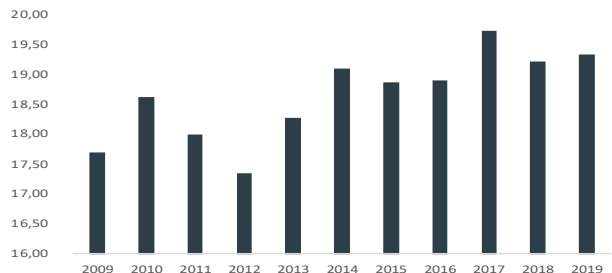
*Légère amélioration des niveaux de valorisations suite principalement à la baisse des cours liée à la crise sanitaire Covid-19*

- Seulement 54 des sociétés du MASI ont communiqué à date d'aujourd'hui le montant des dividendes à distribuer en 2020.
- Elles devraient verser près de **19,3 Mrd MAD** soit une légère hausse de **0,6%** par rapport à l'exercice précédent.
- Les bancaires à savoir BCP, CDM, ATW et BOA ont contribué positivement à la hausse du montant global des dividendes versés, compensant ainsi la contribution négative des valeurs CMT, MNG et TQM.
- Nous soulignons aussi que les valeurs CDM et Disway se sont distinguées par la forte progression de leur dividende par action:

- ✓ **CDM:** le groupe a décidé la distribution un dividende par action de **18,7 MAD** contre 8 MAD l'année dernière.
- ✓ **Disway:** la société compte verser à son tour un dividende par action de **28 MAD**, soit une progression de 86,7% par rapport à l'exercice précédent.

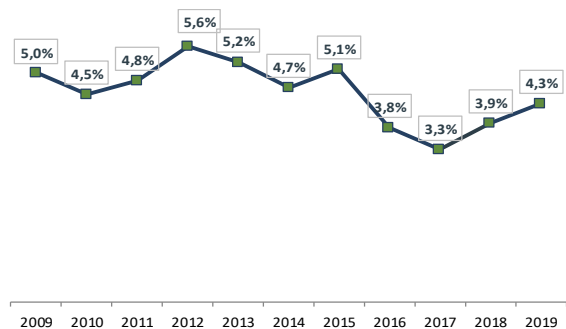
- Dans ce sillage, le rendement des dividendes de ces 54 sociétés du MASI, rapporté à leur capitalisation au 31 Mars s'est amélioré de **0,4 pts** pour s'établir à **4,3%** suite principalement au mouvement baissier qu'a connu le marché boursier durant cette crise sanitaire.
- En effet, la **capitalisation boursière** au 31 Mars de ces 66 valeurs s'est établi à **493,4 Mrd MAD**, en **diminution de 10,3%** par rapport à la même période de l'exercice précédent.
- Par ailleurs, le **PER** (rapport de la capitalisation boursière sur les bénéfices) de la place casablancaise\* ressort à **18,3x** contre **18,4x** en 2018, légèrement supérieur à son niveau moyen des dix dernières années qui ressort à **18,1x**.
- L'ensemble des secteurs, ont vu leur ratio PER s'améliorer, à l'exception du secteur **Telecom**.

### Évolution du montant des dividendes en Mrd MAD



Source : Etats financiers 2019, CDGK Research

### Evolution du Rendement des dividendes de 54 sociétés du MASI



Source : Etats financiers 2019, CSE, CDGK Research

### Historique des PER des sociétés du MASI\*



Source : Etats financiers 2019, CSE, CDGK Research

8 \* A l'exception des valeurs ALM, CDA, S2M, NAKL, TIM, STR qui n'ont pas encore publié leur RN.





### CDG Capital Research

Casablanca, Maroc  
Tel : 0522 23 97 12

### Economiste

Ahmed Zhani  
Ahmed.Zhani@cdgcapital.ma

### Recherche Actions

Fatima-Zahra Benjdya  
Fatima-zahra.benjdya@cdgcapital.ma

Fatima-Ezzahra ERRAJ  
ferraji@cdgcapital.ma

Sarah Grili  
sarah.grili@cdgcapital.ma

Manal Alaoui  
Manal.alaoui@cdgcapital.ma

### Avertissement

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

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

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

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

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