EQUITY REPORT
CDGK Research

Un repli attendu, accentué par des éléments exceptionnels

Avril 2019

« La confession est la reine des preuves »

CDG CAPITAL
GROUPE CDG

SOMMAIRE

MARCHÉ BOURSIER	4
CONTEXTE ECONOMIQUE	6
LIQUIDITÉ BANCAIRE	8
MARCHÉ DES BONS DE TRESORS	9
ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI	10
PROFITABILITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI	11
STRUCTURE DES BILANS	13
RÉMUNÉRATION DES ACTIONNAIRES	14
VALORISATIONS	15

MASSE BÉNÉFICIAIRE 2018

Les principales conclusions

1 Faible croissance d'activités et marges opérationnelles en dégradation

- Les revenus des entreprises du MASI a progressé de 1,5% .
- La marge opérationnelle s'est dégradée, passant de 18,7% à 17,5%.
- La situation ne connaît donc pas d'amélioration sensible par rapport à 2017.

2 Baisse des résultats nets liée à des éléments non récurrents

- Les résultats nets des sociétés du MASI atteignent 29,5 Mrds MAD en baisse de 8,1%
- Cette forte baisse est due à des éléments non récurrents notamment : les contrôles fiscaux dont le montant total a atteint environ 570 MMAD et la cession par le groupe Managem de 60 % de la mine Lamikal au groupe chinois Wanbao en 2017.
- Retraité de ces éléments , le RNPG n'aurait régressé que de 4,6%.

4 Un endettement quasi stable en 2018

- L'endettement net des constituants en 2018 (hors le secteur Finance) s'est situé à 54,5 Mrd MAD, en hausse de 0,8% par rapport à 2017
- La hausse de l'endettement du secteur agro-alimentaire a été atténuée par le désendettement du secteur immobilier.

5 La dégradation des indicateurs financiers intégrée par les investisseurs

- Le ratio PER s'est amélioré de 1,8 pts par rapport à 2017, compte tenu d'une baisse plus importante de la capitalisation comparativement à celle des bénéfices nets.
- Le ratio PER a atteint son niveau moyen des dix dernières années qui ressort à 18,6x.

MARCHÉ BOURSIER

Un portrait plutôt sombre pour l'année 2018

- L'année 2018 est restée une **année terne** pour le marché des actions de Casablanca. L'indice de référence MASI a enregistré **une baisse de 8,3%,** ce qui en fait la première année de baisse après deux années consécutives de rendements positif (6,4% en 2017 et 30,5% en 2016).

- Toutefois, sur le plan régional, le MASI a réussi à impressionner. En effet, le **MSCI Morocco a surperformé** de 7,5% les performances de **MSCI EM** (-16,9% en 2018).

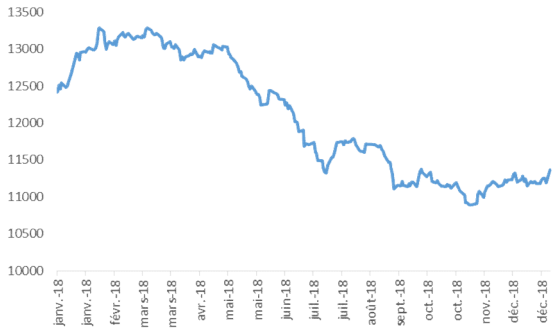
- Découpant l'année en deux moitiés, le MASI a commencé avec un **optimisme accru** quant à la continuité de la tendance haussière enregistrée en 2017. En conséquence, l'indice a atteint **un maximum de 13284,94** (en mars 2018), étirant le multiple de P/E **à 22,9x** (contre 18,6x fin d'année).

- Cependant, l'optimisme a été plutôt **de courte durée**. L'asséchement de liquidité bancaire entamé depuis Mai 2017, une série de données macroéconomiques décevantes (légère accentuation des déficits jumeaux et retour des pressions inflationnistes), un baril en hausse, et le climat politique et sociétale avec l'effet du boycott ont commencé **à peser sur les perspectives de bénéfices des entreprises.** Ainsi à partir de Mai 2018 le marché boursier de Casablanca est entré en territoire baissier.

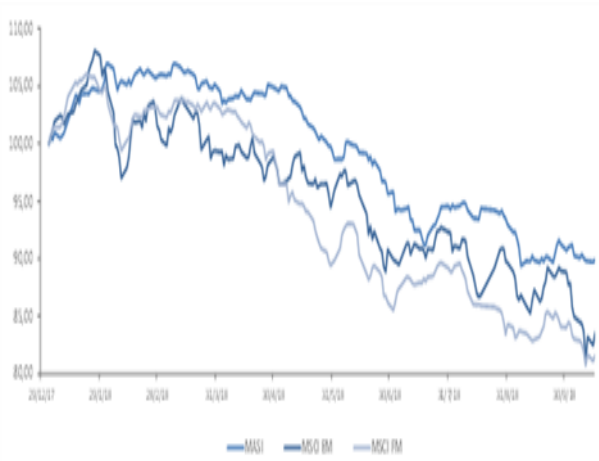
- Présentement le secteur **de l'Industrie** marque la plus forte baisse **(-14,3%)** suivi du secteur **BTP** qui a marqué un repli de performance annuelle de **12,3%**.

- Ainsi, en dépit des **deux introductions en bourse** opérées durant l'année 2018, tous ces facteurs ont mécaniquement appuyé cette spirale baissière, pour clôturer l'année sur une note négative.

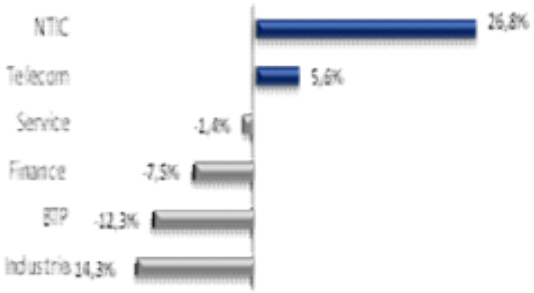
Évolution du MASI courant 2018



Evolution du MASI, MSCI EM, MSCI FM courant 2018



Performance annuelle du MASI par secteur en 2018



MARCHÉ BOURSIER

La liquidité du marché a séché en 2018

- L'incertitude entourant le marché boursier de Casablanca a tenu les investisseurs à distance. En effet, le volume quotidien moyen a chuté à environ **65 MMAD** par rapport à l'année 2017 et de près de **90 MMAD** par rapport aux dix dernières années.

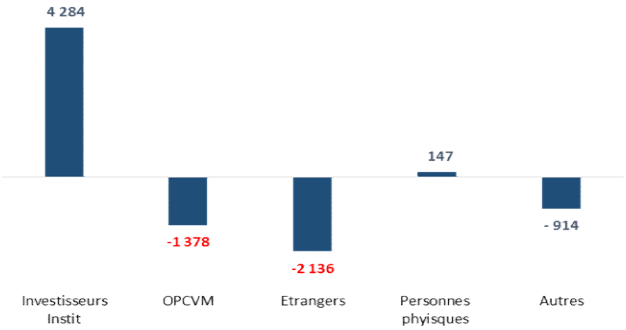
- En plus des volumes domestiques en baisse, 2018 a également enregistré une **sortie nette de fonds étrangère de 2136,4 millions MAD.**

- Notons que parmi les investisseurs marocains, seuls les **OPCVM** affichent **une position nette vendeuse** de l'ordre de **1,378 Mrds MAD**.

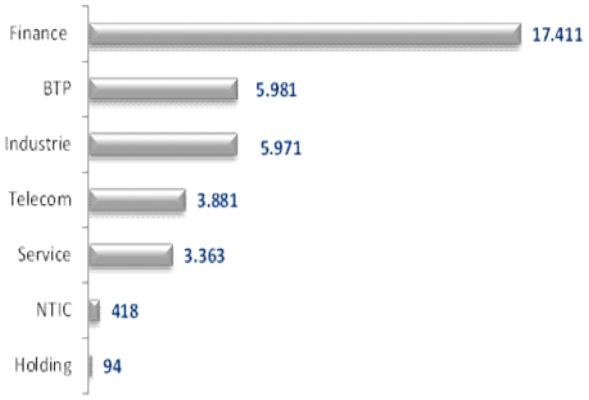
- Suite à une année animée par la légère hausse des taux d'intérêt des bonds de trésors, la hausse du prix du pétrole et le ralentissement de la croissance, les investisseurs concentré leurs volumes sur **les banques et les Télécoms.**

- En effet, les titres **ATW, IAM, BCE et BCP** ont attiré les plus grands volumes transactionnels au cours de l'année, soient respectivement **9,2 Mrd MAD**, **3,9 Mrd MAD, 3,2 Mrd MAD, et 2,7 Mrd MAD.**

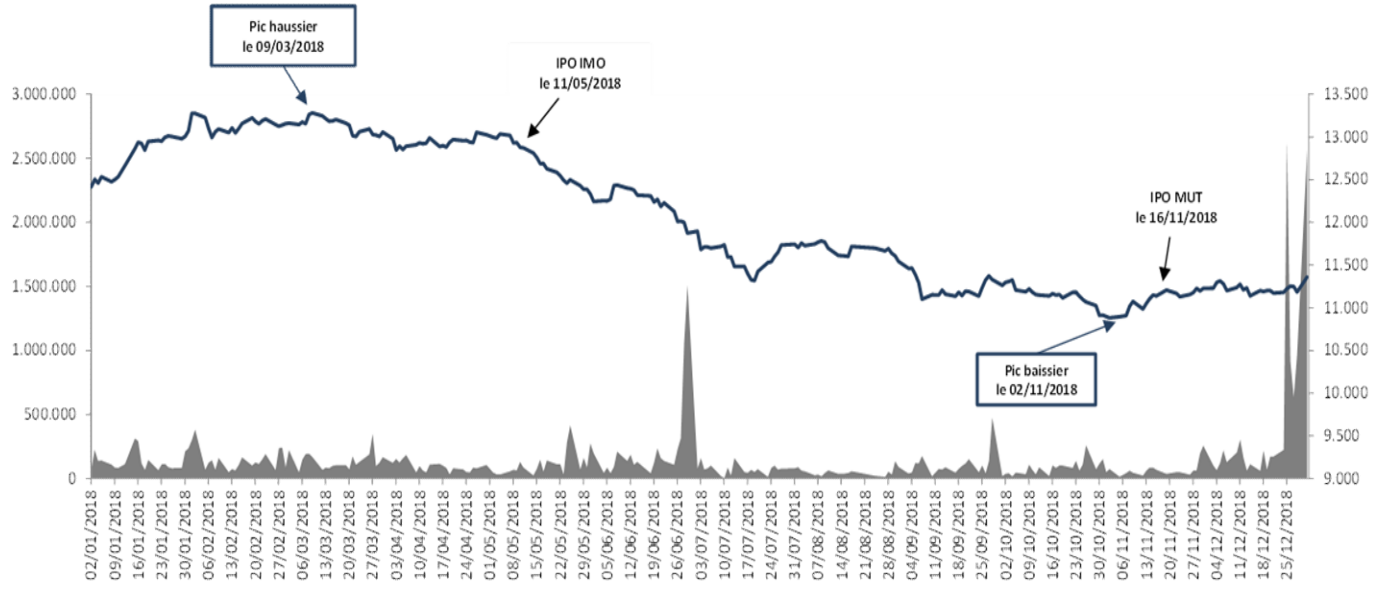
Position nette par catégorie d'investisseurs en 2018



Volume par secteur en 2018



Évolution du MASI et des volumes courant 2018



CONTEXTE ECONOMIQUE

Léger ralentissement de la croissance en 2018

- La croissance économique a **légèrement ralenti** en 2018 pour s'établir à **3,1%** contre **4,1%** enregistrée une année auparavant. Ce faible recul s'explique essentiellement par la **régression de la croissance agricole** de **15,4%** en 2017 à **4,6%** en 2018, et ce malgré l'amélioration de la production céréalière de 96 millions de quintaux à 103 millions.

- Cependant, la croissance non agricole s'est consolidée passant à 2,9% en 2018 contre 2,7% et 2,2% enregistrées respectivement les deux années précédentes.

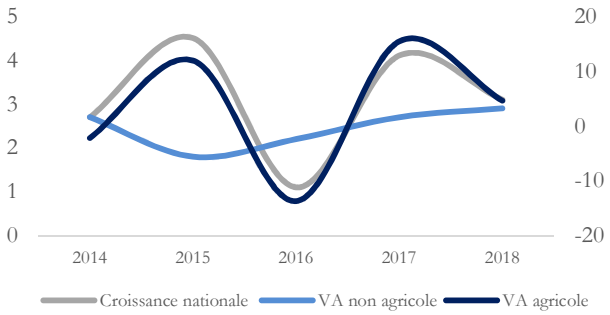
- De même, du côté des emplois, la contribution à la croissance de la **consommation des ménages**, représentant la principale locomotive de l'économie nationale, **a légèrement régressé** passant de **2,3%** en 2017 à **2%** un an plus tard. De même, la contribution de **l'investissement**, mesuré par la FBCF, **a baissé de 1%** à 0,8%.

- Parallèlement, et après une modeste contribution de 0,5% en 2017, la **demande étrangère** a généré une **destruction de la croissance de 1%,** en liaison avec le **creusement du déficit commercial** d'environ 16 Mrds MAD à 205,9 Mrds MAD en 2018.

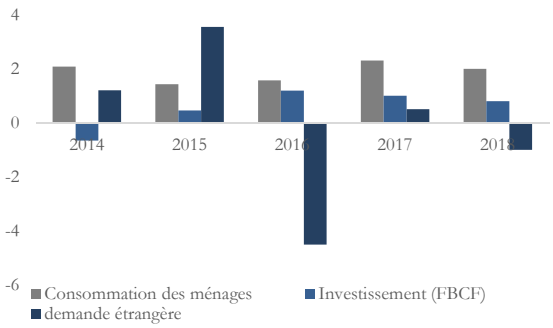
- Pour ce qui est de **l'inflation,** l'année 2018 a connu un cycle intra-annuel particulier marqué en **début d'année** par une **montée en puissance de l'inflation**, particulièrement alimentaire en liaison avec l'apparition des signes de sécheresse, avant **le redressement de la saison agricole** grâce aux pluies enregistrées en mois d'avril ayant générées un recul des prix de l'alimentation frais.

- Parallèlement, **l'inflation sous-jacente**, qui exclut les produits à prix volatils et administrés, reflétant ainsi la tendance de fond des prix sous l'effet de la confrontation offre/demande, a connu **une évolution inverse,** marquant ainsi, **une légère correction baissière** de 1,3% en 2017 à 1,1% un an plus tard.

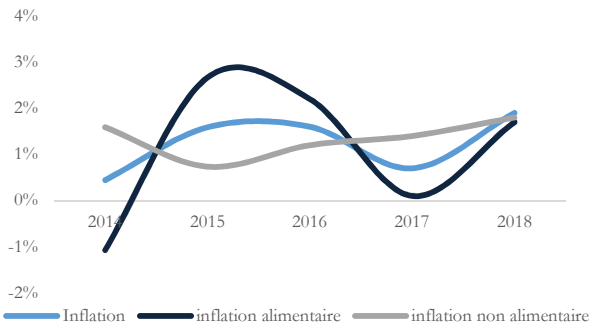
Croissance économique et ses composantes



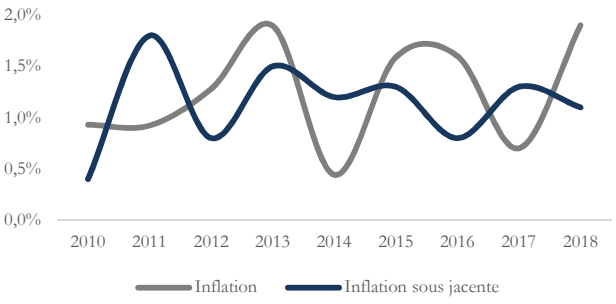
Contribution des principales composantes de la demande à la croissance économique



Évolution de l'inflation et ses composantes



Evolution de l'inflation et l'inflation sous-jacente



CONTEXTE ECONOMIQUE

Léger ralentissement de la croissance en 2018

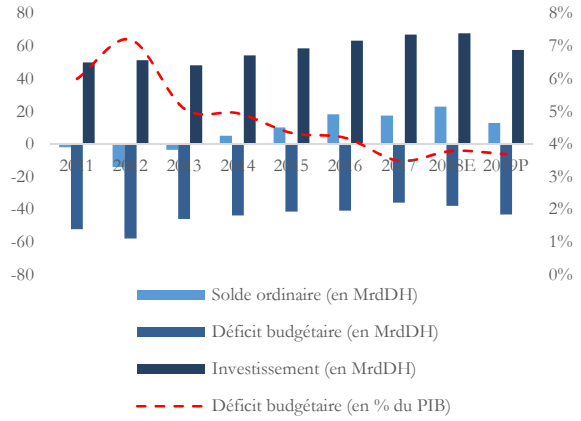
- Par ailleurs, **les déficits jumeaux** (public et extérieur) se sont creusés davantage avec (i) **un accroissement du déficit public** de 0,2% du PIB à 3,8% en 2018, sous l'effet d'une baisse des recettes non fiscales associée à une progression importante des dépenses ordinaires et (ii) **une aggravation du déficit commercial** suite à une hausse des importations en produits énergétiques et des biens d'équipements, avec un recul des flux financiers (transferts MRE et tourisme) à l'exception des IDE.

- En effet, l'exécution de l'année budgétaire 2018 a été fortement marquée par **un décalage** entre d'une part, la **collecte des recettes fiscales** impactée par un recul en début d'année des impôts directs, notamment l'IS en liaison avec **le boycott** et **le ralentissement de la demande intérieure**, ainsi que la baisse de 18,4% des recettes non fiscales et d'autre part, des **hausses importantes de certaines charges ordinaires,** avec principalement un accroissement de 5,5% des dépenses des autres biens et services, de 15,6% de la charge de compensation et de 6% des transferts aux collectivités territoriales.

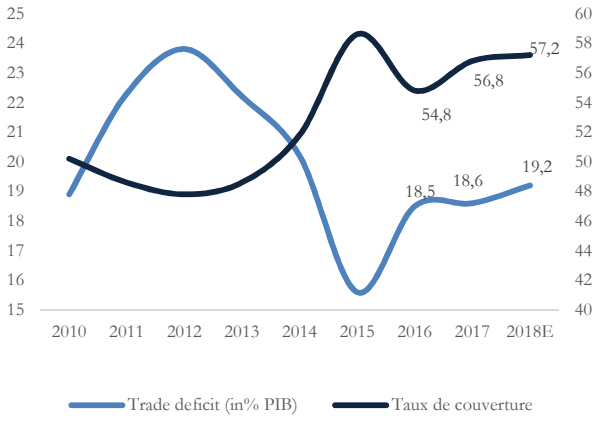
- En outre, le **déficit commercial** s'est **creusé** d'avantage en 2018 de **16,4 MrdDH** pour s'établir à 205,6 MrdDH, soit 19,2% du PIB contre **18,6%** enregistré une année auparavant.

- Ce creusement s'explique par une **hausse plus importante des importations** de 42,2 MrdDH contre seulement 25,9 MrdDH pour les exportations. Cependant, **le taux de couverture** est resté **quasi-stable** autour **de 57%.**

Évolution du déficit budgétaire (en% du PIB) et de ses composantes (en Mrds MAD)



Déficit commercial (en% du PIB) et taux de couverture (en %)



LIQUIDITÉ BANCAIRE

Creusement du déficit et TMP sous tension

- Le besoin de **liquidité** du système bancaire s'est globalement **creusé** au cours de l'année 2018 de **27,7 MrdDH,** passant de **42,2 MrdDH** en décembre 2017 à 69,9 MrdDH une année plus tard.

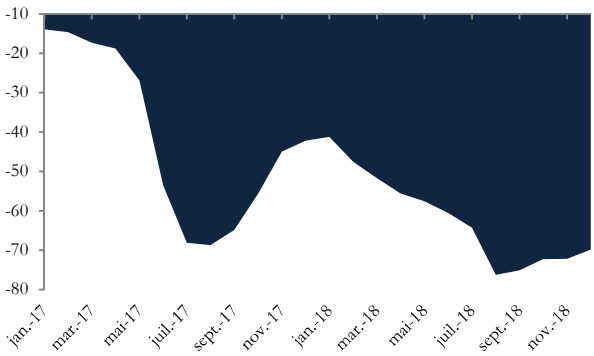
- Cette tendance résulte, dans une large mesure, de (i) une **baisse des Avoirs Extérieurs Nets** (AEN) de Bank Al-Maghrib d'environ 10 MrdDH et (ii) **une hausse avoisinant 15 MrdDH de la monnaie fiduciaire** signifiant une hausse tendancielle de la masse monétaire circulant hors circuit bancaire et qui sert généralement au financement de l'économie informelle et le marché parallèle des devises.

- Face à cette situation, Bank Al-Maghrib a alimenté le marché interbancaire principalement à travers les avances à 7 jours avec une moyenne annuelle de 60 MrdDH en 2018 contre seulement 37,4 MrdDH en 2017.

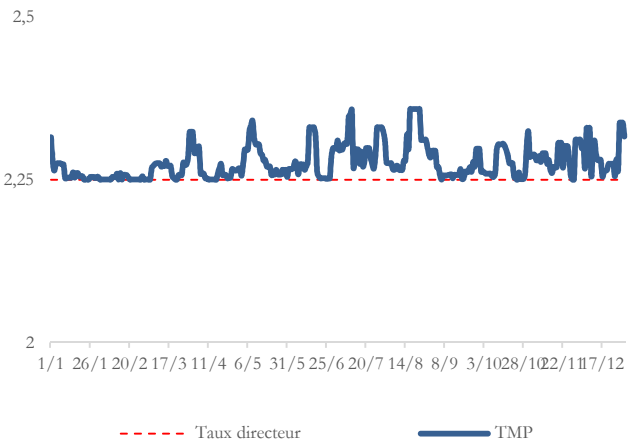
- Cependant, **le TMP** a évolué pendant une période de surchauffe à **des niveaux élevés**, pour dépasser au cours de certaines périodes le seuil de 2,35%, soit 10 Pbs de plus que le taux directeur (2,25%).

- Ces désalignements s'expliquent, selon les cas, d'une part, par des chocs imprévus sur des déterminants de la liquidité bancaire, notamment **les réserves de changes** et la **circulation fiduciaire** et d'autre part, par **le besoin structurel** et important de **certaines banques** de la place, qui acceptaient de se financer à des taux plus élevés afin d'éviter de recourir aux avances à 24 heures de BanK Al-Maghrib à un taux pénalisant de 100 Pbs de plus que celui des avances à 7 jours, soit 3,25%.

Évolution du déficit de liquidité du système bancaire (en Mrds MAD)



TMP interbancaire et taux directeur



MARCHÉ DES BONS DU TRÉSOR

Une dynamique particulière en 2018

- Face à une légère **augmentation des besoins** de financement du **Trésor public** associée à un resserrement des conditions de placements dans les autres catégories d'actifs, notamment le secteur de l'immobilier et le marché boursier, le **marché des BDT** a connu **une dynamique particulière** en 2018 marquée par une **légère reprise de la demande** lors des séances d'adjudications primaires, avec une concentration accentuée sur la partie moyenne de la courbe.

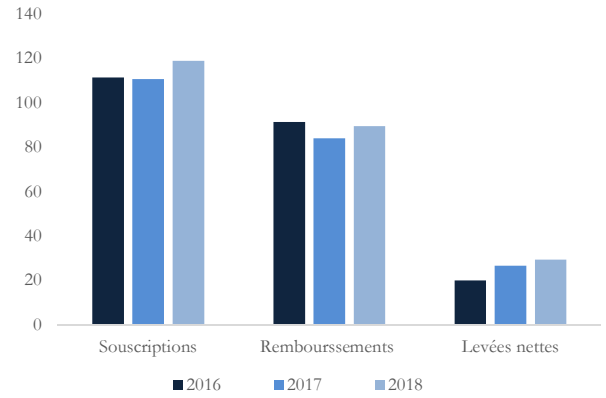
- De même, les levées nettes ont augmenté suite à une hausse plus importante des souscriptions comparativement aux tombées. En effet, malgré la hausse des remboursements en BDT de 6,5% en glissement annuel à 89,5 MrdDH enregistré en 2018, les **levées nettes** ont augmenté de **10,1%** à 29,4 MrdDH.

- Ainsi, les levées brutes du Trésor public ont augmenté de 7,4% en 2018 pour s'établir 118,9 MrdDH, soit une moyenne mensuelle de 9,9 MrdDH contre 9,2 MrdDH en 2017.

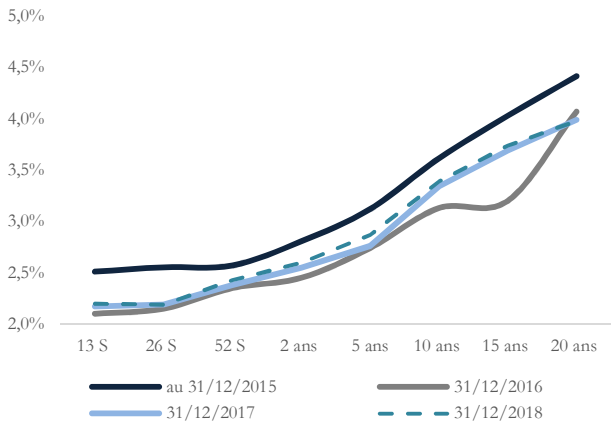
- Dans ce contexte, **les taux primaires** ont connu des **variations peu significatives** comparativement à l'année précédente, avec une **légère correction globale à la hausse** de la courbe primaire à **des rythmes différenciés** selon les segments.

- En effet, le **segment court terme** s'est légèrement **apprécié**, en liaison avec le resserrement des conditions monétaires contre des **accroissements plus significatifs** sur le **moyen et le long terme**.

Évolution des souscriptions, tombées et levées nettes (en Mrds MAD)



Courbes des taux primaires (en %)



ACTIVITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI

Faible croissance de l'activité suite à un contexte économique atone

- Le **chiffre d'affaires** publié des sociétés cotées à la bourse de Casablanca ressort en **légère progression** de **1,5%**.

- Le **secteur énergie** dont l'évolution des revenus est fortement positive (+25,1%), concentre **l'essentiel de cette croissance**. Ceci s'explique, d'une part, par la **hausse du volume des ventes**, et d'autre part par la **hausse des cours internationaux** des produits pétroliers.

- Notons qu'il s'agit de **la plus faible croissance** enregistrée depuis **2002**. Cette évolution s'inscrit dans un **contexte macroéconomique relativement atone**, avec une croissance économique **d'environ 3,1%** en 2018 contre 4,1% enregistré une année auparavant.

- Les revenus des sociétés cotées ont été fortement impactés cette année par trois effets :

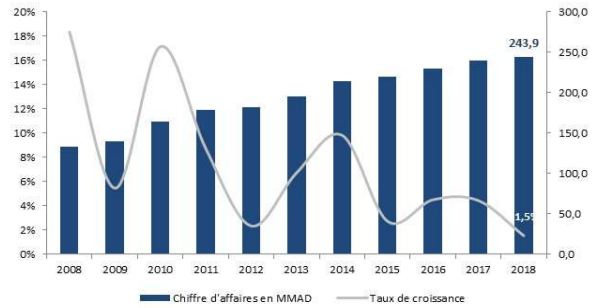
  - ✓ L'effet **boycott** pour certaines entreprises, à l'instar d'Oulmes et de Centrale Danone qui ont vu leur CA baisser de respectivement -27% et -20%.

  - ✓ La **baisse de la demande en logement**, impactant ainsi la réalisation des projets immobilier. En témoigne, la baisse des ventes du ciments et le repli de l'activité de certains promoteurs immobiliers, à l'instar des groupes ADH et RDS.

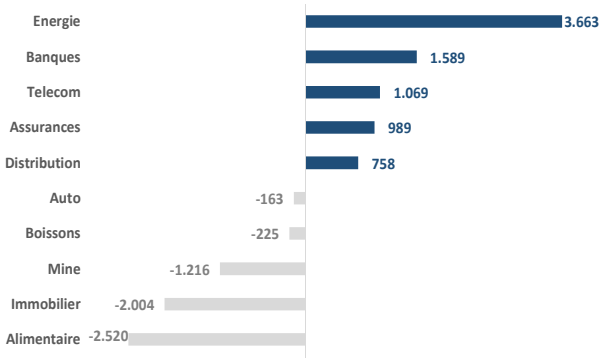
  - ✓ La **dégradation des teneurs** , la baisse du cours de l'argent, et la dépréciation du MAD vs USD pour le secteur minier.

- Ainsi, retraité de ces éléments, le chiffre d'affaires affiche **une progression de 3,7%.**

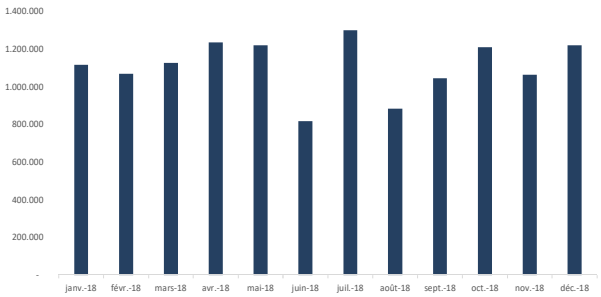
Historique de l'évolution du Chiffre d'affaires



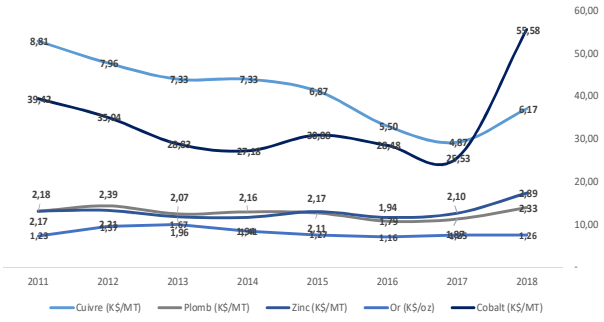
Contribution à la croissance du CA en MMAD



Évolution des ventes de ciments en 2018



Évolution des cours des métaux

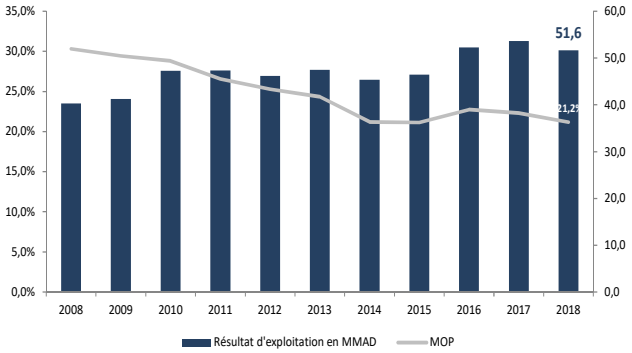


PROFITABILITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI

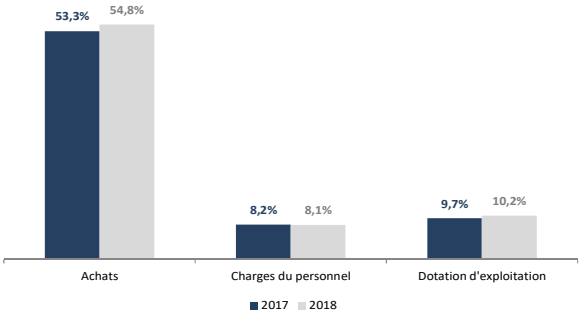
Une dégradation de la marge opérationnelle

- Le **résultat d'exploitation** du marché **a baissé de 3,5%** (passant de **53,4 Mrds MAD** à **51,6 Mrds MAD)**. La neutralisation de **l'impact de MANAGEM** suite à l'opération Pumpi réalisée au S1 2017 permet au taux de croissance du résultat opérationnel du marché de **rebondir de 1 point à -2,5%.**
- La **marge opérationnelle** (hors financières) se **dégrade** ainsi fortement, atteignant son niveau le **plus bas depuis 2014** pour s'établir à **17,5%** contre **18,7%** en 2017.
- Le **poids des achats** a été très significatif cette année : il a atteint **87,5 Mrds MAD** soit près de **54,8%** du chiffre d'affaires contre **53,3%** en 2017.
- La hausse des prix des **matières premières** (en particulier le fuel et le coke de pétrole), **la baisse des teneurs** et la **baisse des prix de vente** touchant certains secteurs a eu un **effet négatif** sur la marge brute des sociétés cotées.
- Par ailleurs, le poids des **dépréciations** a **augmenté** pour atteindre un montant de 16,3 Mrds MAD, soit 10,2% du CA. Tandis que le poids des **charges personnels** a diminué de 0,1 pts à 8,1% du CA, pour un montant de 12,9 Mrd MAD.
- Le secteur financier n'est pas intégré dans ce calcul. Cependant on constate que **le coefficient d'exploitation du secteur bancaire** s'est **globalement détérioré**, passant de **51,6%** en 2017 **à 52,7%** en 2018.
- L'ensemble des secteurs ont vu leur **marge baisser** entre 2017 et 2018 à l'exception des secteurs **Telecoms** et **NTIC** qui ont gagné respectivement 1,2 pts et 0,8pts à 30,7% et 10,8%.
- La **plus forte baisse** est enregistrée par le secteur **Industrie**, passant de **13,7% à 9,8%.**

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



Evolution des poids des charges d'exploitation (hors Finance)



Evolution des marges opérationnelles par secteur:

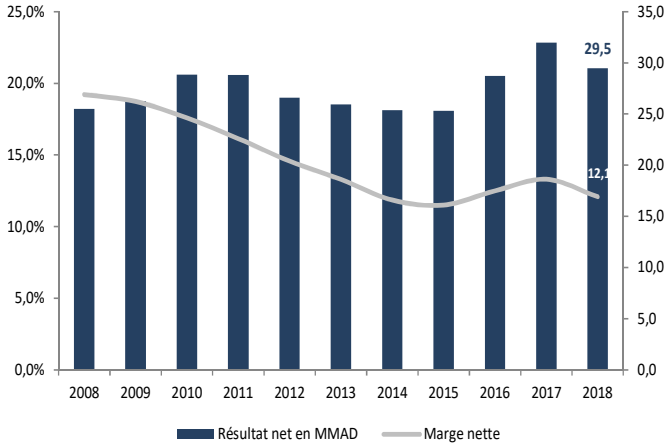
	2008	2017	2018
Telecoms	47,0%	29,5%	30,7%
Finance	41,1%	30,2%	29,0%
BTP	29,5%	24,9%	24,3%
Industrie	10,6%	13,7%	9,8%
NTIC	7,8%	10,0%	10,8%
Services	12,3%	13,4%	13,3%
Holding	17,5%	12,9%	11,7%
Marché	31,6%	25,3%	22,6%

PROFITABILITÉ DES SOCIÉTÉS DU MASI

Baisse importante des bénéfices liée à des éléments non récurrents

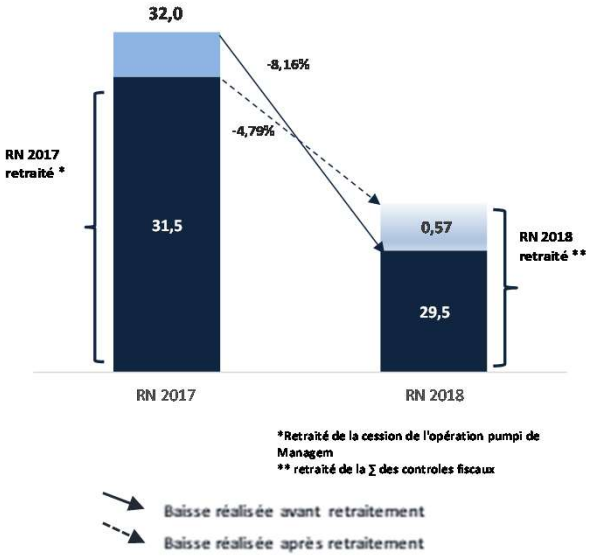
- Comme nous l'avons **prévu** lors de la note stratégique **« Naviguer dans un marché houleux»,** les résultats de la place sont venus insister sur les difficultés de la cote à dégager des bénéfices en hausse, en ces temps de morosité et de difficulté.
- Les profits nets des sociétés cotées de la bourse de Casablanca ont réalisé **une baisse de 8,1%** à **29,5 Mrds** MAD.
- Dans un contexte de croissance négative des résultats opérationnels, **cette forte baisse est due à des éléments non récurrents**.

Historique de l'évolution du résultat net part du groupe



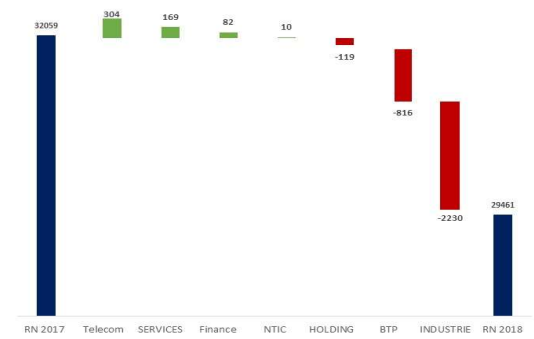
- En effet, **deux retraitements** à effectuer et dont l'impact s'avère **significativement atténuant** :
  - ✓ Les **contrôles fiscaux** dont le montant total a atteint environ **570 MMAD**.
  - ✓ La cession par le groupe **Managem** de 60 % de la mine Lamikal au groupe chinois Wanbao en 2017.

Impact des retraitements sur le RN du marché



- Retraité de ces éléments , le RNPG **n'aurait régressé que de 4,6%.**
- Par ailleurs, le repli des résultats nets a été également **impacté** par la **hausse du taux d'IS apparent** qui est passé de **30%** en 2017 **à 33%** en 2018.
- Dans ce contexte, les marges nettes des sociétés du MASI se sont **dégradées** de **1,1 points** passant de **13,2%** en 2017 à **12,1**% en 2018.
- **8** sociétés ont publié des **pertes** en 2018 contre **7** en 2017.
- Les secteurs **BTP** et **Industrie** ont vu leurs contributions au RN fortement baisser passant de **33%** en 2017 à **23%** en 2018. Les vedettes sont désormais le **secteur Finance** et **Télécoms**, leur contribution au RN du marché dépasse **les 67%.**

Contribution à la croissance du RN en MMAD



STRUCTURE DES BILANS

Une structure financière assainie

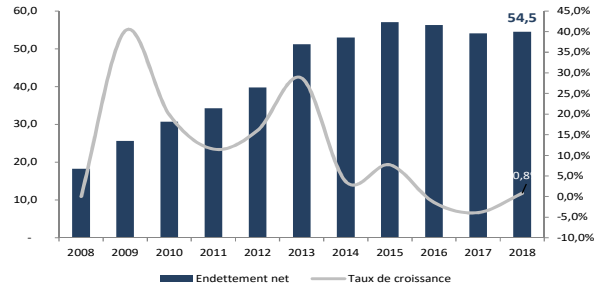
- L'endettement net des constituants en 2018 (hors le secteur Finance) s'est situé à **54,5** Mrd MAD, en hausse de **0,8%** par rapport à 2017, avec une diminution de la trésorerie active de **3,0%**, reflétant la pression sur la liquidité des entreprises, ainsi qu'un accroissement considérable des dettes CT de l'ordre de **11,4**%.

- Le secteur **Agroalimentaire** est le premier contributeur à la hausse de l'endettement global, et plus précisément **Cosumar**, qui a vu son endettement monter en flèche de **2,65** Mrds MAD.
- Retraité de la compagnie sucrière, la dette nette diminue de **4,0**%.

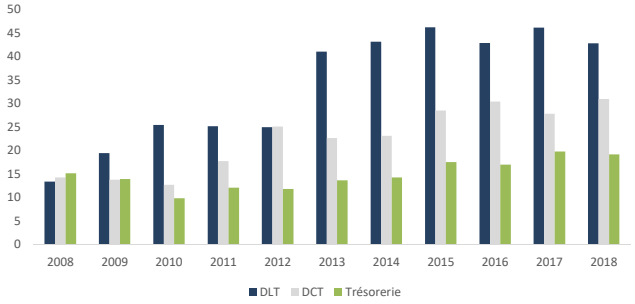
- Le secteur **Immobilier** a atténué la légère hausse de l'endettement net global à travers le groupe **Alliances**.
- La **dette nette** du Groupe **Alliances a baissé de 44%** ou **1,8 Mrd MAD** pour s'établir à **2,3** Mrd MAD. Cette diminution s'explique par la réussite de l'opération de titrisation réalisée en 2018 et le remboursement de la dette bancaire adossée aux projets pour un montant de 500 MDH.

- Par conséquent, les **ratios Dettes/Capitalisation** ou **Dettes/FP** (hors secteur Finance), se sont **dégradés en 2018** par rapport à 2017, ils se sont établies à 16,1% et 54,3% respectivement, contre 13,3% et 54,1% en 2017, et ce suite à **une hausse de l'endettement.**

Évolution de l'endettement net du marché

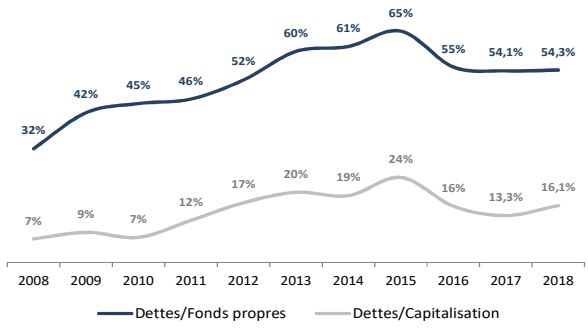


Décomposition de l'endettement net



Endettement par secteur

Évolution du gearing du marché



RÉMUNÉRATION DES ACTIONNAIRES

Légère amélioration du payout

- Les dividendes distribués par les sociétés cotées à la bourse de Casablanca, ressortent à un montant de **21,3 milliards de MAD**, soit **une baisse** de 0,13 pts par rapport à 2017.

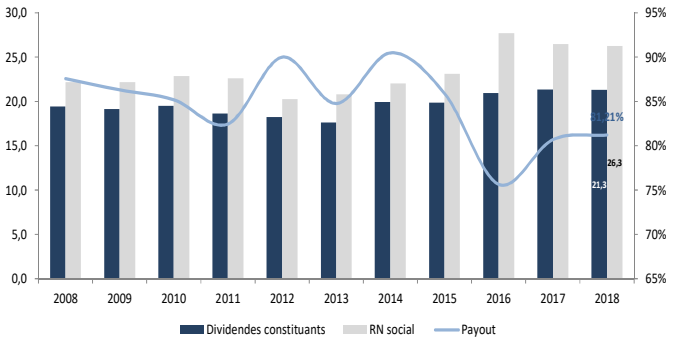
- Les deux secteurs **industrie et BTP** ont décidé de distribuer moins de dividendes que d'habitude. En effet la contribution du secteur i**ndustrie a baissé de 2pts** passant de **15%** en 2017 à **13%** en 2018.

- Le rendement des dividendes des sociétés du MASI, rapporté à la capitalisation a gagné **0,78 pts,** passant de **3,33%** en 2017 à **4,11%** en 2018.

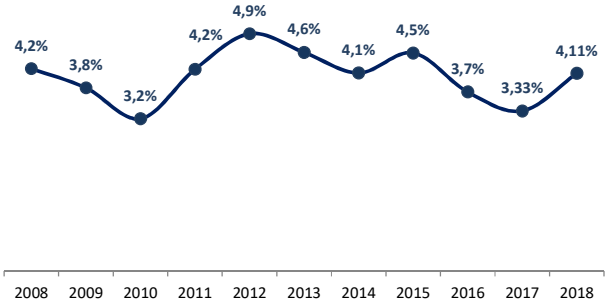
- Les dividendes sont en légère baisse (-0,13%) réagissant naturellement au **résultat social qui a affiché une baisse de 0,80%**. Le **pay out** ratio reste en amélioration **de 0,52 pts** passant de 80,69% en 2017 à 81,21% en 2018.

- Trois sociétés se sont démarquées par leur distribution des dividendes:
  - **IAM :** elle a décidé la distribution d'un dividende de 9,83 MAD par action soit une hausse de 5%.
  - **ATW et BCP :** elles ont distribué des dividendes de respectivement 13 et 7,5 MAD par action soit des hausses de 4% et 16%.

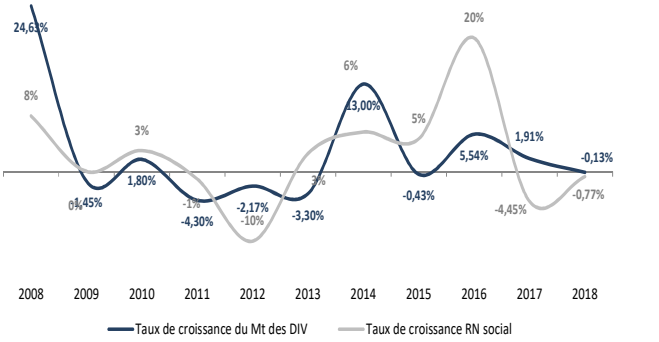
Évolution du payout ratio 2008-2018 *



Rendement des dividendes 2008-2018 *



Évolution des dividendes vs RN Social 2007-2018 *



* Le calcul regroupe les entreprises qui ont communiqué le montant des dividendes

VALORISATION

La dégradation des indicateurs financiers intégrée par les investisseurs

- Le **PER** (rapport de la capitalisation boursière sur les bénéfices) ressort à **18,9**x contre **20,7**x en 2017, à peu près égale à son niveau moyen des dix dernières années qui ressort à **18,6**x.

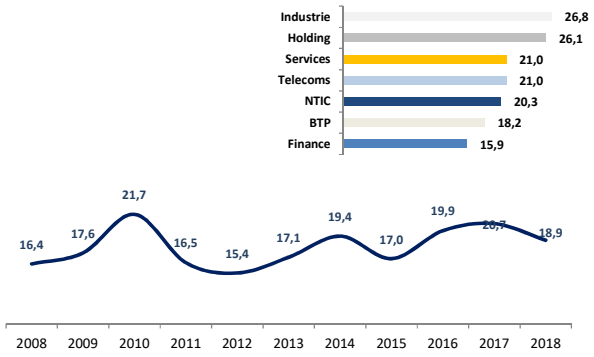
- L'ensemble des secteurs, ont vu leur ratio PER s'améliorer, à l'exception des secteurs **Industrie et Holding**, qui restent supérieurs au marché avec des PE de respectivement **26,8x** et **26,1x** en 2018.

- Par ailleurs, le ratio Price to Book a diminué de **1,29 pts** sur les dix dernières années, compte tenu d'une progression plus importante des fonds propres comparativement à celle des capitalisations boursières. Il ressort à 2,5x, un niveau **inférieur à sa moyenne historique**.

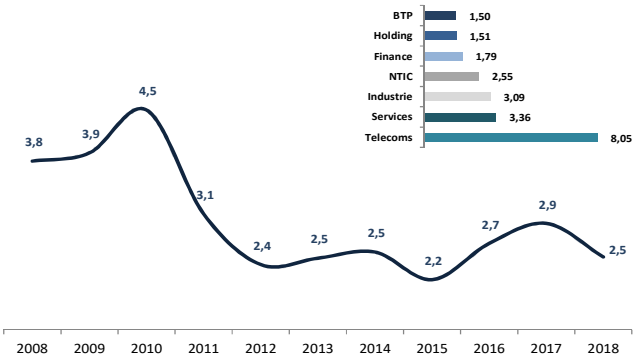
- Compte tenu de la baisse des bénéfices net, le **ROE** s'est dégradé de **1,11pts** à **13,1%**, par rapport à 2017.

- Le secteur **Industrie** a connu **la plus forte régression** de ROE soit une **baisse de 8,4 pts** à **11,5%** en 2018, contre **19,9%** en 2017.

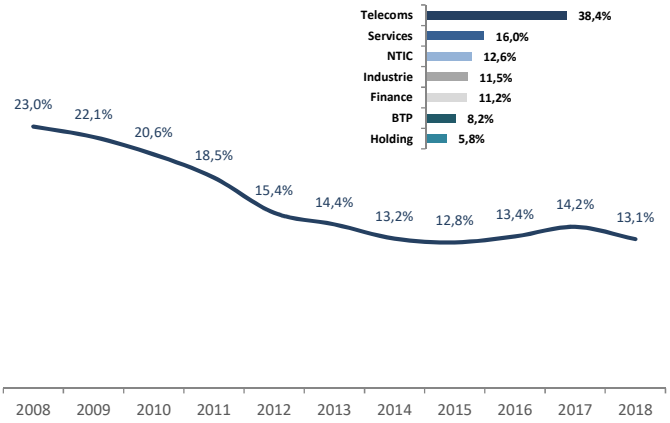
Évolution historique du ratio PER 2008-2018



Évolution historique du ratio Price to book 2008-2018



Évolution historique du ratio ROE 2008-2018



Secteurs	Sous secteurs	Tickers	Valeur	Type de comptes	Valeur	Chiffre d'affaires/PNB (MMAD)		Var	REX/Résultat Technique (MMAD)		Var	Résultats nets (MMAD)		Var
						2017	2018		2017	2018		2017	2018	
TELECOMS	TELECOMS	IAM	ITISSALAT AL-MAGHRIB	c	ITISSALAT AL-MAGHRIBc	34.963,00	36.032,00	3,1%	10.310,00	11.052,00	7,2%	5.706,00	6.010,00	5,3%
FINANCE	ASSURANCES	AGM	AGMA LAHLOU-TAZI	s	AGMA LAHLOU-TAZIs	113,92	118,13	3,7%	57,89	60,84	5,1%	42,30	45,77	8,2%
		AFM	AFMA	c	AFMAc	182,70	186,76	2,2%	77,20	66,29	-14,1%	58,58	49,78	-15,0%
		ATL	ATLANTA	c	ATLANTAc	4.191,92	4.474,09	6,7%	317,54	260,00	-18,1%	211,87	211,23	-0,3%
		SAH	SAHAM ASSURANCE	c	SAHAM ASSURANCEc	4.846,04	5.223,20	7,8%	841,26	727,45	-13,5%	563,87	405,19	-28,1%
		WAA	WAFA ASSURANCE	s	WAFA ASSURANCEs	8.049,87	8.371,01	4,0%	1.078,33	685,80	-36,4%	818,79	607,93	-25,8%
	BANQUES	ATW	ATTIJARIWAFA BANK	c	ATTIJARIWAFA BANKc	21.644,78	22.370,72	3,4%	9.495,81	9.934,04	4,6%	5.390,90	5.706,13	5,8%
		BCP	BCP	c	BCPc	16.363,17	17.020,23	4,0%	4.880,58	4.982,83	2,1%	2.842,74	2.942,53	3,5%
		BCE	BMCE BANK	c	BMCE BANKc	13.367,56	13.233,47	-1,0%	3.810,69	3.584,28	-5,9%	2.036,32	1.831,17	-10,1%
		BCI	BMCI	c	BMCIc	3.016,33	3.027,47	0,4%	906,09	935,69	3,3%	547,06	558,39	2,1%
		CDM	CDM	c	CDMc	2.184,55	2.303,06	5,4%	586,10	752,21	28,3%	365,39	589,17	61,2%
		CIH	CIH	c	CIHc	2.038,67	2.248,84	10,3%	663,24	603,04	-9,1%	438,53	455,04	3,8%
		EQD	EQDOM	c	EQDOMc	558,20	529,66	-5,1%	216,88	210,14	-3,1%	134,26	130,06	-3,1%
		MAB	MAGHREBAIL	s	MAGHREBAILs	351,88	426,95	21,3%	147,28	171,63	16,5%	93,32	100,24	7,4%
		MLE	MAROC LEASING	s	MAROC LEASINGs	297,36	301,05	1,2%	111,79	109,54	-2,0%	65,37	72,14	10,4%
		SLF	SALAFIN	s	SALAFINs	381,95	450,16	17,9%	219,29	180,47	-17,7%	140,18	127,08	-9,3%
BTP	BIEN D'EQUIP	FBR	FENIE BROSSETTE	s	FENIE BROSSETTEs	544,71	537,55	-1,3%	2,77	- 11,12	ns	- 25,25	- 52,95	ns
		SRM	REALIS. MECANIQUES	s	REALIS. MECANIQUESs	373,14	354,52	-5,0%	25,43	12,28	-51,7%	13,03	4,03	-69,1%
		SNA	STOKVIS NORD AFRIQUE	c	STOKVIS NORD AFRIQUEc	626,42	650,24	3,8%	22,99	30,62	33,2%	- 5,98	7,46	ns
	IMMOBILIER	ADI	ALLIANCES	c	ALLIANCESc	3.015,74	3.279,90	8,8%	498,30	532,35	6,8%	174,52	302,30	73,2%
		BAL	BALIMA	s	BALIMAs	44,97	45,49	1,2%	9,37	9,02	-3,8%	10,95	7,43	-32,1%
		ADH	DOUJA PROM ADDOHA	c	DOUJA PROM ADDOHAc	5.916,50	4.062,32	-31,3%	1.008,83	632,33	-37,3%	763,91	376,58	-50,7%
		IMO	IMMORENTE INVEST	c	IMMORENTE INVESTc	17,15	22,78	32,8%	4,02	6,64	65,3%	- 2,11	3,74	ns
		RDS	RESIDENCE DAR SAADA	c	RESIDENCE DAR SAADAc	1.860,00	1.439,98	-22,6%	383,06	387,71	1,2%	330,36	327,44	-0,9%
	INGENIERIE INDUSTRIELLE	DLM	DELATTRE LEVIVIER MAROC	c	DELATTRE LEVIVIER MAROCc	814,98	849,31	4,2%	67,61	- 172,04	ns	16,90	- 196,74	ns
		JET	JET CONTRACTORS	c	JET CONTRACTORSc	1.237,25	1.648,93	33,3%	226,22	260,27	15,1%	104,42	126,96	21,6%
	MATERIAUX DE CONSTRUCTION	ALM	ALUMINIUM DU MAROC	s	ALUMINIUM DU MAROCs	848,85	908,72	7,1%	73,23	77,46	5,8%	58,42	57,35	-1,8%
		AFI	AFRIC INDUSTRIES	s	AFRIC INDUSTRIESs	42,34	39,16	-7,5%	9,36	8,71	-7,0%	6,76	6,33	-6,3%
		CMA	CIMENTS DU MAROC	c	CIMENTS DU MAROCc	4.050,18	4.020,00	-0,7%	1.178,06	1.426,00	21,0%	1.005,36	1.040,00	3,4%
		LHM	LAFARGEHOLCIM MAROC	c	LAFARGEHOLCIM MAROCc	8.083,00	7.887,30	-2,4%	3.150,00	2.980,18	-5,4%	1.927,38	1.584,03	-17,8%
		SID	SONASID	c	SONASIDc	3.714,44	3.829,05	3,1%	109,51	29,01	-73,5%	43,78	12,81	-70,7%
INDUSTRIE	BOISSONS	OUL	OULMES	c	OULMESc	1.951,33	1.566,76	-19,7%	314,97	72,08	-77,1%	189,53	15,76	-91,7%
		SBM	BRASSERIES DU MAROC	c	BRASSERIES DU MAROCc	2.425,71	2.585,00	6,6%	552,87	584,27	5,7%	402,13	320,24	-20,4%
	AGROALIMENTAIRE	CDA	CENTRALE DANONE	c	CENTRALE DANONEc	6.519,00	4.760,00	-27,0%	322,00	- 414,00	ns	115,00	- 538,00	ns
		CSR	COSUMAR	c	COSUMARc	8.332,00	7.667,10	-8,0%	1.529,80	1.450,00	-5,2%	988,30	891,00	-9,8%
		DARI	DARI COUSPATE	s	DARI COUSPATEs	581,40	569,83	-2,0%	93,96	90,78	-3,4%	69,87	63,62	-8,9%
		LES	LESIEUR CRISTAL	c	LESIEUR CRISTALc	4.583,00	4.298,00	-6,2%	298,00	290,00	-2,7%	194,00	89,00	-54,1%
		UMR	UNIMER	c	UNIMERc	1.372,25	1.473,14	7,4%	80,54	111,33	38,2%	81,26	46,85	-42,3%
		MUT	MUTANDIS	c	MUTANDISc	1.268,99	1.368,11	7,8%	99,43	120,37	21,1%	49,56	70,44	42,1%
	CHIMIE	COL	COLORADO	s	COLORADOs	547,17	524,56	-4,1%	77,31	62,24	-19,5%	48,25	36,51	-24,3%
		SNP	SNEP	c	SNEPc	875,66	935,48	6,8%	92,57	91,02	-1,7%	76,57	39,76	-48,1%
	PHARMACIE	PRO	PROMOPHARM S.A.	s	PROMOPHARM S.A.s	511,20	444,53	-13,0%	102,04	54,72	-46,4%	65,80	38,75	-41,1%
		SOT	SOTHEMA	s	SOTHEMAs	1.415,04	1.590,76	12,4%	227,69	266,07	16,9%	150,21	217,34	44,7%
	MINE	MNG	MANAGEM	c	MANAGEMc	5.199,52	4.356,50	-16,2%	902,52	461,40	-48,9%	879,10	369,80	-57,9%
		CMT	MINIERE TOUISSIT	c	MINIERE TOUISSITc	444,59	518,73	16,7%	194,45	242,02	24,5%	164,61	201,32	22,3%
		REB	REBAB COMPANY	s	REBAB COMPANYs	0,14	0,07	-51,0%	- 0,09	- 0,07	23,2%	- 0,39	- 12,84	ns
		SMI	SMI	s	SMIs	1.124,68	678,06	-39,7%	324,65	- 149,89	ns	238,98	- 178,84	ns
	ENERGIE	GAZ	AFRIQUIA GAZ	c	AFRIQUIA GAZc	4.424,07	5.531,18	25,0%	769,48	884,89	15,0%	573,58	655,63	14,3%
		MOX	MAGHREB OXYGENE	c	MAGHREB OXYGENEc	248,04	238,59	-3,8%	20,97	18,36	-12,5%	13,13	13,30	1,3%
		TOT	TOTAL MAROC	c	TOTAL MAROCc	9.914,84	12.480,43	25,9%	1.300,52	945,85	-27,3%	1.032,17	781,76	-24,3%
	ELECTRONIQUE	NEX	NEXANS MAROC	c	NEXANS MAROCc	1.642,98	1.795,55	9,3%	47,80	81,97	71,5%	7,73	7,24	-6,3%
	PAPIER	MDP	MED PAPER	s	MED PAPERs	68,86	78,50	14,0%	- 21,59	- 12,09	44,0%	7,38	- 11,38	ns
NTIC	NTIC	DWAY	DISWAY	c	DISWAYc	1.672,48	1.682,31	0,6%	108,83	91,31	-16,1%	60,35	30,00	-50,3%
		HPS	HPS	s	HPSc	535,20	616,68	15,2%	90,45	110,91	22,6%	71,05	92,23	29,8%
		IBMC	IB MAROC.COM	s	IB MAROC.COMs	51,87	25,83	-50,2%	- 26,96	- 22,74	15,7%	- 41,08	- 50,52	-23,0%
		INV	INVOLYS	s	INVOLYSs	48,66	43,40	-10,8%	5,07	6,53	28,8%	4,48	7,59	69,4%
		M2M	M2M Group	c	M2M Groupc	176,50	185,16	4,9%	44,24	57,65	30,3%	14,50	30,02	ns
		S2M	SM MONETIQUE	s	SM MONETIQUEs	214,28	229,63	7,2%	34,73	31,98	-7,9%	19,54	20,31	4,0%
		MIC	MICRODATA	s	MICRODATAs	471,78	521,09	10,5%	59,83	80,91	35,2%	40,01	49,59	24,0%
SERVICES	AUTO	ATH	AUTO HALL	c	AUTO HALLc	5.054,58	4.811,64	-4,8%	379,53	311,36	-18,0%	166,83	149,61	-10,3%
		NEJ	AUTO NEJMA	s	AUTO NEJMAs	1.902,84	2.041,74	7,3%	193,07	168,40	-12,8%	131,26	112,40	-14,4%
		NAKL	ENNAKL	c	ENNAKLc	1.343,79	1.285,10	-4,4%	121,45	-	-	92,64	74,65	-19,4%
	TSP	CTM	CTM	c	CTMc	616,80	657,26	6,6%	74,30	83,89	12,9%	70,08	66,23	-5,5%
		TIM	TIMAR	c	TIMARc	471,96	464,90	-1,5%	20,00	19,24	-3,8%	8,52	5,34	-37,3%
		MSA	Sodep-Marsa	c	Sodep-Marsac	2.554,46	2.748,18	7,6%	760,97	824,15	8,3%	599,12	555,66	-7,3%
	SER. COLLECTIVITES	LYD	LYDEC	s	LYDECs	7.216,94	7.241,58	0,3%	381,63	377,40	-1,1%	200,15	204,29	2,1%
		TQM	TAQA MOROCCO	c	TAQA MOROCCOc	8.082,07	8.511,36	5,3%	2.573,09	2.640,83	2,6%	1.013,81	1.048,73	3,4%
	DISTRIBUTION	LBV	LABEL VIE	c	LABEL VIEc	8.274,58	9.032,96	9,2%	354,36	426,69	20,4%	237,86	285,24	19,9%
	TOURISME	RIS	RISMA	c	RISMAc	1.458,77	1.551,08	6,3%	225,63	259,42	15,0%	- 86,40	100,80	ns
HOLDING	HOLDING	DHO	DELTA HOLDING	c	DELTA HOLDINGc	2.822,52	2.858,94	1,3%	364,62	337,08	-7,6%	210,83	216,54	2,7%
		ZDJ	ZELLIDJA	s	ZELLIDJAs	1,25	0,19	-84,4%	- 0,16	- 1,50	ns	20,88	- 103,92	ns
	Marché à périmètre comparable en Mrd MAD					240.163,3	243.861,9	1,5%	53.461,9	51.580,5	-3,5%	32.059,1	29.460,7	-8,1%

CDG Capital Research

Casablanca, Maroc

Tél. : 05 22 23 97 12

Economiste

Ahmed Zhani

Ahmed.zhani@cdgcapital.ma

Recherche Actions

Fatima-Zahra Benjdya

Fatima-zahra.benjdya@cdgcapital.ma

Fatima-Ezzahra ERRAJI

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 soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital Research.

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

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

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

CDG CAPITAL
GROUPE CDG