

## Un spectre pandémique en dissipation

	2021 <sup>E</sup>		Variation
Chiffre d'affaires	MAD 216,1 Md	↗	+5,1%
RNPG	MAD 23,4 Md	↗	+37,8%
Masse de dividendes <sup>1</sup>	MAD 19,2 Md	↗	+20,6%

- Une activité commerciale de notre Scope 40<sup>2</sup> en progression de +5,1% à MAD 216,1 Md en 2021<sup>E</sup> profitant d'une reprise économique en cours ;
- Une capacité bénéficiaire en accroissement de +37,8% à MAD 23,4 Md sous l'effet de :
  - ➔ La non-réurrence des Dons COVID effectués par les sociétés cotées et des provisions constatées en 2020 par les immobilières ;
  - ➔ Et, l'amorce de la baisse du coût du risque pour les financières.
- ... Retraité de l'impact des Dons COVID et des immobilières, le RNPG global 2021<sup>E</sup> affiche une hausse limitée à +5,7%.

<sup>1</sup>Dividendes 2020 estimés pour les deux sociétés n'ayant pas encore communiqué : BCP et DELTA HOLDING.

<sup>2</sup>Près de 90% de la capitalisation boursière

## Réalisations commerciales (1/2)

En termes de réalisations commerciales, nous anticipons une progression des revenus de notre Scope 40 de +5,1% à MAD 216,1 Md, intégrant notamment une amélioration de +3,7% à MAD 53,8 Md du PNB des financières et une hausse de +5,5% à MAD 144,7 Md du CA des industries.

### ≡ Industries

#### 2021

L'actualisation de nos prévisions pour 2021 laisse ressortir une hausse de +5,5% à MAD 144,7 Md compte tenu de l'amélioration des revenus :

- Des opérateurs de distribution de gaz et d'hydrocarbures, principalement TOTAL MAROC, consécutivement à (i) la hausse des prix à la pompe suite au redressement du cours du brut à l'international et à (ii) la reprise de la dynamique commerciale des stations-services sous condition de l'allègement des restrictions sanitaires dépendamment du bon déroulement de la campagne de vaccination ;
- Des sociétés de matériaux de construction, lesquelles devraient bénéficier d'une reprise mécanique en 2021, notamment suite au redémarrage des chantiers post confinement ;
- De TAQA MOROCCO qui devrait profiter de l'impact attendu de la hausse des prix du charbon refacturés à l'ONEE... ;
- ...atténuant le repli anticipé de -2,6% des revenus de MAROC TELECOM en raison de (i) l'intensification de la concurrence sur le segment Data prépayé, (ii) l'impact de la diminution des terminaisons d'appel sur le revenu des services entrants et (iii) l'effondrement du chiffre d'affaires roaming et international en raison des restrictions drastiques des déplacements.

#### 2022

En 2022, nous anticipons un renforcement du chiffre d'affaires de +5,8% à MAD 153,1 Md, redevable au bon comportement des Blue Chips notamment :

- LABEL VIE, qui devrait bénéficier essentiellement d'un retour à une cadence normative de son programme d'ouvertures ;
- TOTAL MAROC, suite au retour progressif à la normale de l'activité consécutivement à la levée définitive attendue des restrictions sanitaires ;
- Et, LAFARGEHOLCIM MAROC dont les ventes devraient profiter de l'effet plein de la nouvelle usine d'Agadir lancée au S2 2021 dans un contexte de reprise progressive attendue de la demande.

### ≡ Financières

#### 2021

Pour les financières nous projetons un PNB cumulé en progression de +3,7% à MAD 53,8 Md qui s'explique par :

- L'amélioration attendue de +4,5% de la marge d'intérêt profitant de la prorogation des offres de garantie « DAMANE RELANCE » et de la reprise attendue des crédits aux investissements, notamment sur le S2 2021 ;
- Et, la bonne tenue escomptée de la marge sur commissions (+4,7%) en lien avec l'arrêt de la gratuité des services ainsi qu'avec une reprise des flux en agence et des flux monétiques.

#### 2022

- En 2022, nos estimations de PNB ressortent en hausse de +5,1% à MAD 56,5 Md, redevable à la bonne tenue escomptée de l'ensemble de ses composantes, dans un contexte marqué par une reprise davantage soutenue de l'activité.

## Réalisations commerciales (2/2)

### Assurances

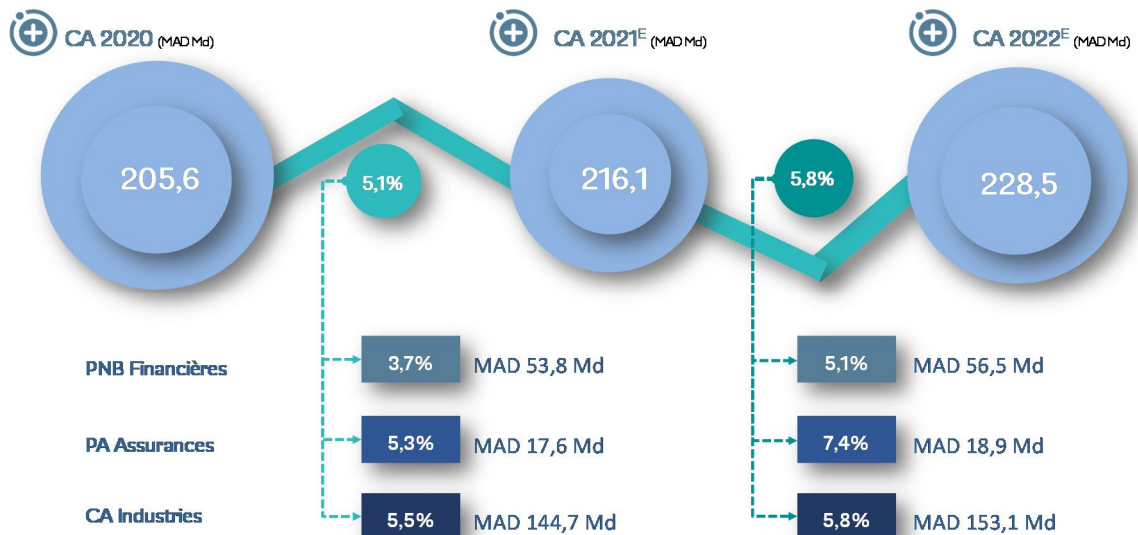
#### 2021

Nos prévisions actualisées pour 2021 visent une amélioration de +5,3% des primes acquises nettes à MAD 17,6 Md, redevable à la hausse prévue des Branches Vie (+4%) et Non-Vie (+6%) grâce notamment à une reprise progressive attendue de l'Épargne ainsi que de la Branche Automobile, en lien avec une amélioration escomptée de la situation économique.

#### 2022

La croissance projetée de +7,4% des primes acquises nettes à MAD 18,9 Md devrait se faire aussi bien sur la Vie que la Non-Vie sous l'effet d'un redressement davantage marqué en perspective d'un retour quasi-total à la normal de l'activité des entreprises et des ménages.

Evolution du chiffre d'affaires global des sociétés cotées\* entre 2020-2022<sup>E</sup>



Source: BMCE Capital Research

\* Scope 40 valeurs

## Résultat d'exploitation

Pour sa part, le résultat d'exploitation de notre univers de couverture ressortirait en hausse de +10,4% à MAD 55,7 Md en raison de la non-réurrence de la comptabilisation des contributions au Fonds Covid-19, notamment pour les financières. En conséquence, la marge opérationnelle devrait se renforcer de +1,2 pts à 25,8% en 2021. En retraitant des impacts dons COVID (constatés en OPEX chez les Banques et AFRIQUIA GAZ), elle limiterait ses gains à +0,4 pt.

### ≡ Industries

#### 2021

L'appréciation escomptée du résultat d'exploitation de +7,8% à MAD 27,2 Md serait attribuable à la non-réurrence de (i) la comptabilisation de provisions suite à la dévaluation de certains actifs pour les immobilières et (ii) du don de M MAD 400 souscrit par AFRIQUIA GAZ au Fonds Covid-19 et enregistré au niveau de ses charges d'exploitation (sachant que toutes les autres sociétés l'ont comptabilisé en résultat non courant).

En revanche, cette progression devrait être atténuée par le repli de -6,1% à MAD 11,3 Md du résultat d'exploitation de MAROC TELECOM induit par une baisse attendue de l'activité.

#### 2022

Le résultat d'exploitation projeté en 2022 serait en progression de +7,1% à MAD 29,1 Md sous l'effet conjugué (i) de l'amélioration du chiffre d'affaires de la cote industrielle et (ii) du maintien partiel des gains de rentabilité suite aux efforts d'optimisation des coûts entamés durant la pandémie, notamment pour les cimentiers.

### ≡ Financières

#### 2021

Nous anticipons en 2021 une amélioration de +13,9% du RBE à MAD 26,9 Md compte tenu d'un allègement escompté des charges générales d'exploitation (un coefficient d'exploitation de 52,5% en 2021 contre 56,4% en 2020) en raison de la non-réurrence des contributions au Fonds COVID-19 (un impact brut de MAD 2,5 Md pour notre Scope de financières).

#### 2022

La croissance escomptée de 8,5% du RBE à MAD 29,2 Md en 2022 devrait découler du bon comportement du PNB permettant de couvrir la hausse attendue des charges générales d'exploitation suite à une reprise par les Banques de leurs programmes d'investissements.

### ≡ Assurances

#### 2021

Nous tablons en 2021 sur une légère hausse de +0,5% du résultat technique à MAD 1,7 Md en prenant en considération :

- Un retour progressif à un niveau normatif en termes de sinistralité (un S/P Non-Vie moyen de 69% en 2021 contre 64% en 2020) suite à une baisse de la sinistralité au niveau des Branches Automobile et Maladie enregistrée en 2020 en raison du confinement...
- ...Compensé par le bon comportement attendu du marché boursier marocain en 2021 (+5% du MASI en y-t-d à ce jour). Notons toutefois que le résultat financier pourrait être négativement impacté par la baisse probable des dividendes à distribuer par certaines sociétés au titre de l'exercice 2020.

#### 2022

L'amélioration anticipée de +14,5% du résultat technique à MAD 1,9 Md en 2022 serait principalement attribuable à une bonne orientation du résultat financier (+23%) grâce à une reprise escomptée de la distribution de dividendes au titre de l'exercice 2021.

## Capacité bénéficiaire (1/3)

En conséquence, nos estimations d'évolution de la capacité bénéficiaire tablent sur un rebond de +37,8% à MAD 23,4 Md en 2021<sup>e</sup> avant d'enregistrer une consolidation de cette tendance avec +21,7% à MAD 28,4 Md en 2022<sup>e</sup>. Retraité des Dons au Fonds spécial Covid-19, le RNPG global 2021<sup>e</sup> ressortirait en amélioration de +12,9% en glissement annuel.

### ≡ Industries

#### 2021

Nous anticipons en 2021<sup>e</sup> une masse bénéficiaire en forte hausse de +33,7% à MAD 14,9 Md, essentiellement tirée par la bonne tenue escomptée :

- Des immobilières suite à (i) l'amélioration significative prévue de l'activité et (ii) la non-réurrence de la constatation de moins-values pour certains actifs ayant été comptabilisées en 2020 (un impact de MAD 1,5 Md).
- Et, de la non-réurrence des Dons COVID qui se sont élevés à MAD 2,2 Md en net pour l'ensemble des sociétés industrielles ;

Retraité de la contribution nette globale au Fonds Spécial pour la gestion de la pandémie, le RNPG 2021<sup>e</sup> de la cote industrielle ressortirait en hausse de +11,7% en glissement annuel.

#### 2022

Nous prévoyons pour 2022 un bottom Line en appréciation de +12,7% à MAD 16,8 Md, devant être porté notamment par les bonnes performances escomptées de LAFARGEHOLCIM MAROC dans le sillage de l'effet plein de la production additionnelle de sa nouvelle usine située à Agadir.

### ≡ Sociétés financières

#### 2021

Pour les financières, nous nous attendons à une hausse de 52,7% du RNPG 2021<sup>e</sup> à MAD 7,2 Md consécutivement à :

- La baisse du coût du risque amorcée à partir de 2021 (-8,4% à MAD 13 Md, soit un taux du coût du risque de 1,6% en 2021 contre 1,8% en 2020), suite à la constitution par les Banques en 2020 d'un matelas de provisions confortables leur offrant la possibilité d'effectuer des reprises à Moyen/Long terme. Notons toutefois que ce niveau demeure largement supérieur au niveau normatif de 0,8% et devrait se réduire progressivement sur les années à venir...
- ...Combinée à la non-réurrence des contributions au Fonds COVID-19.

#### 2022

Nous prévoyons en 2022 une augmentation de +41,2% du RNPG des financières à MAD 10,2 Md profitant principalement de la poursuite de l'allègement du coût du risque (un taux du coût du risque de 1% en 2022 contre 1,6% en 2021), accompagnant une reprise attendue de l'activité économique.

### ≡ Assurances

#### 2021

Nous nous attendons à une progression de +16,2% de la capacité bénéficiaire des assurances à MAD 1,3 Md, en lien avec l'appréciation anticipée du résultat technique ainsi que du résultat non-technique. Pour rappel, les compagnies cotées avaient pâti en 2020 de l'impact des contributions des assureurs au Fonds COVID-19 (un total de M MAD 240<sup>1</sup> en brut pour les assureurs cotés).

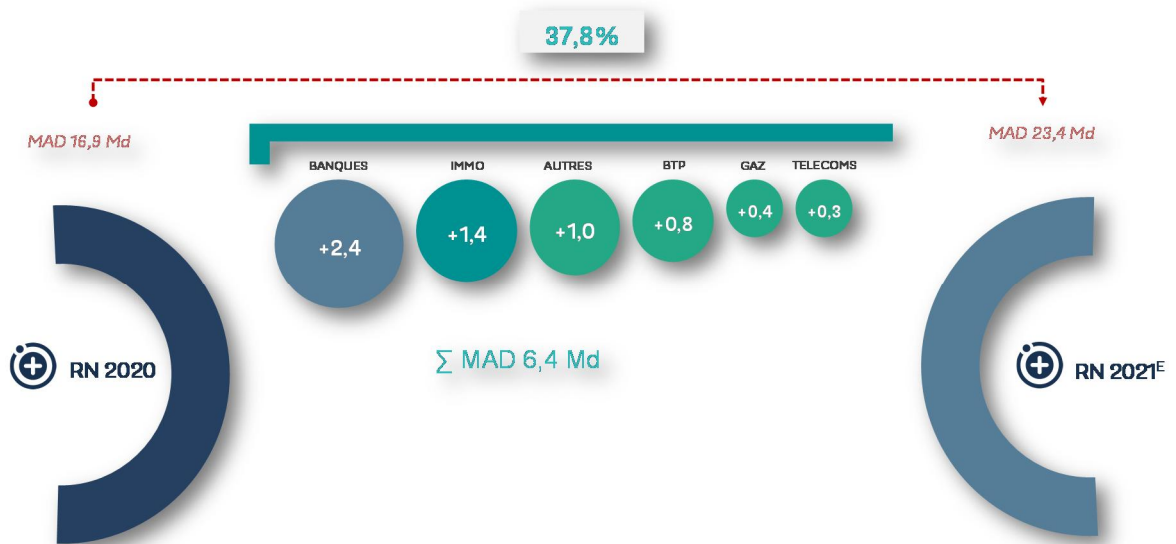
#### 2022

En 2022, nous tablons sur une hausse de la capacité bénéficiaire des assurances à +15,5% à MAD 1,4 Md, prenant en considération aussi bien l'amélioration attendue des indicateurs techniques que d'activité des 3 assureurs cotés.

<sup>1</sup> A noter qu'ATLANTASANAD a choisi d'étaler sa contribution au Fonds COVID-19 (M MAD 100) sur 5 exercices

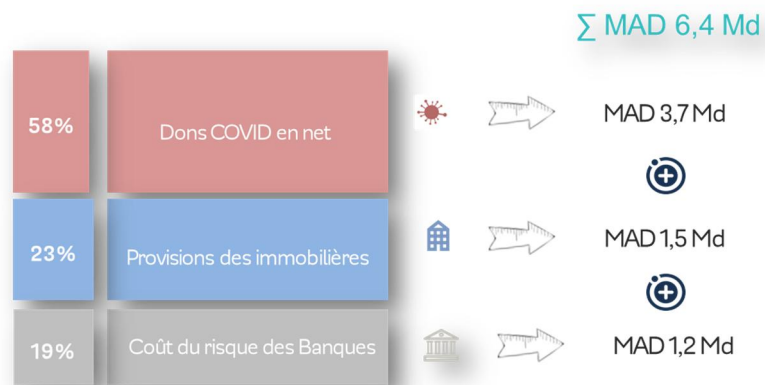
# Capacité bénéficiaire (2/3)

Contribution des principaux secteurs à l'évolution de la capacité bénéficiaire de notre Scope 40 en 2021<sup>E</sup>



Source: BMCE Capital Research

Breakdown de l'évolution de la capacité bénéficiaire en 2021

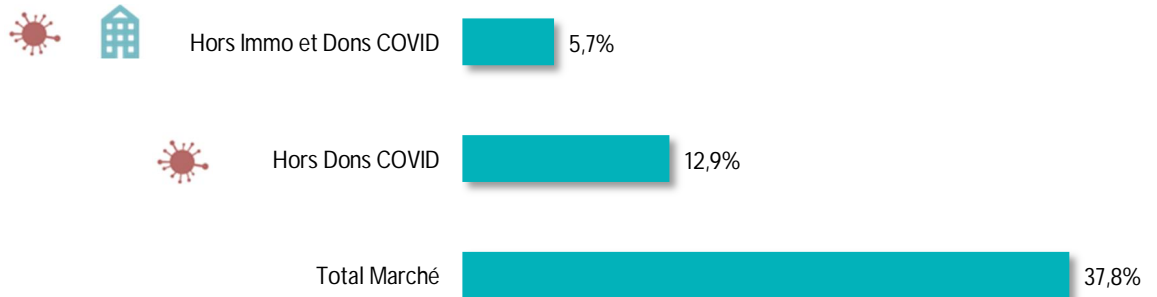


Source: BMCE Capital Research

## Capacité bénéficiaire (3/3)

### Retraitements

Croissance de la capacité bénéficiaire 2021 selon différents scénarii de retraitement






Source: BMCE Capital Research

Retraité des Dons au Fonds spécial Covid-19, le RNPG global 2021<sup>e</sup> ressortirait en amélioration de +12,9% en glissement annuel.

Retraité des dons COVID et des immobilières, la croissance de la capacité bénéficiaire progresserait, selon nos estimations, de +5,7% seulement.

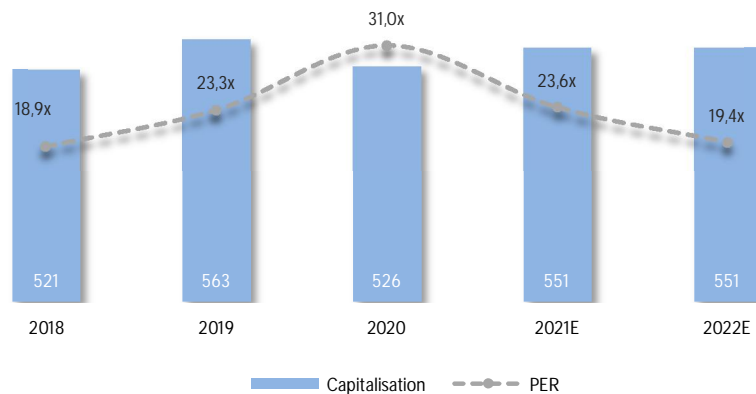
### Retraitements

	Impacts 2021	Impacts 2022
 <b>Financières</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Allègement du coût du risque</li> <li>✓ Poursuite de la hausse du PNB (marge d'intérêt et marge sur commissions)</li> <li>✓ Non récurrence des Dons COVID</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Poursuite de la baisse du coût du risque</li> <li>✓ Bon comportement de l'ensemble des composantes du PNB</li> </ul>
 <b>Assurances</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Reprise de l'épargne et de l'Automobile</li> <li>✓ Bon comportement attendu du marché boursier marocain</li> <li>✗ Hausse de la sinistralité au niveau des Branches Automobile et Maladies</li> <li>✗ Baisse probable des dividendes à distribuer au titre de 2020</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Poursuite de la reprise de l'épargne et de l'Automobile</li> <li>✓ Hausse des dividendes à distribuer au titre de 2021</li> </ul>
 <b>Industries</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Bonne campagne agricole</li> <li>✓ Non-récurrence de la comptabilisation de moins-values relatives à certains actifs pour le secteur immobilier</li> <li>✓ Non récurrence des Dons COVID</li> <li>✓ Reprise graduelle des CHR</li> <li>✗ Hausse du coût des intrants et des matières premières</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Retour à plein régime de l'activité des CHR et des industriels</li> <li>✓ Redressement des flux du trafic portuaire</li> <li>✓ Relance de l'activité de construction</li> <li>✗ Décélération de la croissance des métaux précieux suite au rétablissement progressif des économies</li> </ul>

## Indicateurs boursiers

### ≡ Valorisation du Marché

Evolution du PER et de la capitalisation boursière (MAD Md) de notre Scope 40

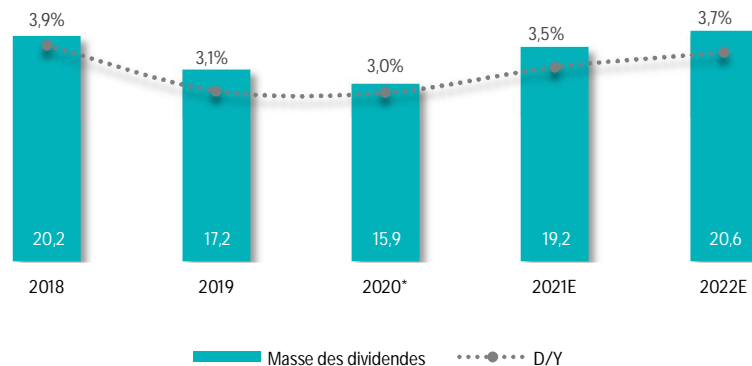


Source: BMCE Capital Research

Compte tenu de l'évolution de la capacité bénéficiaire ainsi que celle des cours boursiers, notre Scope traite à des niveaux de valorisation toujours élevés de 23,6x en 2021<sup>E</sup> et 19,4x ses bénéfices en 2022<sup>E</sup> (vs. une moyenne de 20,9x sur les 5 dernières années).

### ≡ Dividendes

Evolution de la masse de dividendes (MAD Md) et du D/Y de notre Scope 40



Source: BMCE Capital Research

En 2021 et sous l'hypothèse de croissance projetée de notre capacité bénéficiaire, la masse des dividendes devrait se bonifier de +20,6% à MAD 19,2 Md principalement suite au retour à un niveau de distribution normatif par IAM (+49,6% à MAD 5,3 Md). Le D/Y 2021 devrait, ainsi, s'établir à 3,5% (vs. 3,0% en 2020).

En 2022, nous tablons sur une légère hausse de l'enveloppe globale de dividendes de +7,5% à MAD 20,6 Md, hissant le D/Y du marché à 3,7%.

\*Dividendes 2020 estimés pour les deux sociétés n'ayant pas encore communiqué : BCP et DELTA HOLDING.

# Tableau des prévisions

En MMAD	Normes	CA/PNB/PA				REX/RBE/RT				RNP				DPA							
		2020	2021	2022	Var. 20/21	Var. 21/22	2020	2021	2022	Var. 20/21	Var. 21/22	2020	2021	2022	Var. 20/21	Var. 21/22	2020	2021	2022	Var. 20/21	Var. 21/22
<b>TOTAL MARCHE</b>																					
		205 641	216 066	228 547	5,1%	5,8%	50 461	55 704	60 178	10,4%	8,0%	16 944	23 355	28 414	37,8%	21,7%					
<b>TOTAL FINANCIERES</b>																					
		51 832	53 757	56 475	3,7%	5,1%	23 594	26 866	29 156	13,9%	8,5%	4 708	7 189	10 154	52,7%	41,2%					
<b>BANQUES</b>																					
ATTUARIFAWAF BANK	Consolidé	23 858	24 662	25 883	3,4%	5,0%	11 623	13 071	14 514	12,5%	11,0%	3 018	4 014	5 566	33,0%	38,7%	11,0	13,0	13,5	18,2%	3,8%
BCP	Consolidé	19 287	19 988	20 858	3,6%	4,4%	8 257	9 594	10 220	16,2%	6,5%	1 229	1 908	2 924	55,2%	53,2%	7,0	8,0	8,5	14,3%	6,3%
BMCI	Consolidé	3 052	3 106	3 206	1,8%	3,2%	1 328	1 439	1 456	8,4%	1,2%	156	528	546	3,4x	3,5%	43,0	40,0	30,0	-7,0%	-25,0%
CDM	Consolidé	2 381	2 474	2 577	3,9%	4,2%	1 061	1 064	1 134	0,2%	6,6%	190	341	506	79,4%	48,3%	4,6	18,0	20,0	4,0x	11,1%
CHIBANK	Consolidé	2 760	3 027	3 419	9,7%	12,9%	1 064	1 423	1 538	33,7%	8,1%	81	304	486	3,8x	59,6%	8,0	12,0	14,0	50,0%	16,7%
CREDIT A LA CONSOMMATION		494	501	532	1,3%	6,3%	261	275	294	5,4%	6,9%	34	93	126	2,7x	35,2%					
EODOM	Social	494	501	532	1,3%	6,3%	261	275	294	5,4%	6,9%	34	93	126	2,7x	35,2%	65,0	55,0	75,0	-15,4%	36,4%
<b>TOTAL ASSURANCES &amp; COURTAGE</b>																					
		16 737	17 631	18 931	5,3%	7,4%	1 648	1 656	1 896	0,5%	14,5%	1 077	1 251	1 445	16,2%	15,5%					
<b>ASSURANCES</b>																					
ATLANTASANAD	Consolidé	4 445	4 768	5 199	7,3%	9,0%	563	515	563	-8,5%	9,3%	472	365	387	-22,7%	6,1%	4,5	3,5	3,7	-22,2%	5,7%
SAHAM ASSURANCE	Social	4 643	4 875	5 184	5,0%	6,3%	381	402	503	5,5%	25,6%	201	312	404	55,3%	29,6%	20,0	25,0	35,0	25,0%	40,0%
WAFA ASSURANCE	Social	7 649	7 988	8 547	4,4%	7,0%	704	739	828	4,9%	12,1%	404	574	654	42,1%	13,8%	100,0	110,0	120,0	10,0%	9,1%
<b>TOTAL INDUSTRIES</b>																					
		137 073	144 677	153 141	5,5%	5,8%	25 220	27 183	29 126	7,8%	7,1%	11 159	14 915	16 815	33,7%	12,7%					
<b>HOLDINGS</b>																					
DELTA HOLDING*	Consolidé	2 506	2 561	2 627	2,2%	2,6%	277	288	298	3,8%	3,5%	157	161	168	2,4%	4,5%	1,0	1,3	2,0	30,0%	53,6%
PARTICIPATION ET PROMOTION IMMOBILIERES		3 062	4 058	4 800	32,5%	18,3%	1 014	204	524	ns	2,6x	1 316	99	308	ns	3,1x	0,0	0,0	0,0		
ADDOHA	Consolidé Proforma	1 173	1 680	1 993	43,2%	18,6%	657	129	236	ns	83,2%	744	102	141	ns	38,1%	0,0	0,0	0,0		
ALLIANCES	Consolidé	1 270	1 550	1 705	22,0%	10,0%	280	33	96	ns	2,9x	437	23	22	94,8%	ns	0,0	0,0	0,0		
RDS	Consolidé	618	828	1 102	33,9%	33,1%	76	42	192	ns	4,6x	135	19	145	ns	7,5x	0,0	0,0	0,0		
<b>MAT. DE CONSTRUCTION</b>																					
CIMENTS DU MAROC	Consolidé	15 293	17 382	18 614	13,7%	7,1%	4 508	4 927	5 447	9,3%	10,6%	2 173	3 009	3 554	38,4%	18,1%					
JET CONTRACTORS	Consolidé Proforma	3 702	4 026	4 207	8,8%	4,5%	1 349	1 405	1 477	4,1%	5,1%	709	917	1 015	29,3%	10,7%	90,0	85,0	85,0	-5,6%	0,0%
LAFARGEHOLCIM MAROC	Consolidé	1 458	1 832	1 906	25,7%	4,0%	104	196	223	88,3%	14,0%	0	89	113	380,4x	26,2%	0,0	3,8	5,0		31,6%
SONASID	Consolidé	6 980	7 948	8 802	13,9%	10,7%	3 076	3 275	3 688	6,5%	12,6%	1 492	1 846	2 363	30,4%	21,4%	50,0	65,1	79,1	30,2%	21,5%
<b>TOTAL MINES</b>																					
		6 012	6 648	6 984	10,6%	5,0%	704	857	999	21,8%	16,6%	367	519	606	41,5%	16,8%					
MANAGEM	Consolidé	4 726	5 196	5 439	9,9%	4,7%	444	521	618	17,4%	18,6%	225	256	270	13,7%	5,5%	0,0	10,0	10,0		0,0%
MINIERE TOUISIT	Consolidé	430	503	538	17,0%	7,0%	158	217	253	37,6%	16,7%	45	154	219	3,4x	42,3%	120,0	130,0	150,0	8,3%	15,4%
SM IMITER	Social	856	950	1 007	11,0%	6,0%	102	119	128	16,7%	7,8%	97	109	117	12,8%	9,5%	50,0	50,0	60,0	0,0%	20,0%
<b>TELECOMS</b>																					
MAROC TELECOM	Consolidé	36 769	35 819	36 670	-2,6%	2,4%	12 018	11 283	11 294	-6,1%	0,1%	5 423	5 727	6 080	5,6%	6,2%	4,0	6,0	6,4	49,6%	6,2%
<b>TECH. DE L'INFORMATION</b>																					
DISWAY	Consolidé	1 709	1 786	1 866	4,5%	4,5%	117	121	134	3,2%	10,9%	85	81	90	-4,6%	11,3%	35,0	35,0	35,0	0,0%	0,0%
HPS	Consolidé	674	725	786	7,5%	8,5%	121	132	144	9,4%	9,4%	64	99	108	16,7%	9,5%	50,0	50,0	50,0	0,0%	0,0%
MICRODATA	Social	679	733	774	8,0%	5,5%	100	110	117	10,1%	6,6%	84	71	76	10,4%	7,1%	33,0	33,0	33,0	0,0%	0,0%
<b>SERVICES AUX COLLECTIVITES</b>																					
LYDEC	Social	7 042	7 267	7 361	3,2%	1,3%	43	141	160	3,2x	13,8%	43	25	47	ns	86,7%	11,0	11,0	11,0	0,0%	0,0%
<b>GAZ</b>																					
AFRIQUIA GAZ	Consolidé	14 540	16 170	17 464	11,2%	8,0%	1 256	1 687	1 866	34,3%	10,6%	813	1 245	1 408	53,1%	13,0%					
TOTAL MAROC	Consolidé	5 716	6 288	6 791	10,0%	8,0%	493	906	1 004	83,7%	10,8%	362	664	771	83,2%	16,1%	125,0	125,0	125,0	0,0%	0,0%
<b>CHIMIE</b>																					
SNEP	Consolidé	8 824	9 883	10 673	12,0%	8,0%	763	781	862	2,4%	10,3%	451	582	637	28,9%	9,6%	50,4	50,4	56,0	0,0%	11,1%
<b>AGROALIMENTAIRE &amp; BOISSONS</b>																					
BOISSONS DU MAROC	Consolidé	917	995	1 174	8,5%	18,0%	148	150	179	1,5%	19,0%	80	84	107	4,5%	28,2%	12,0	12,0	15,0	0,0%	25,0%
COSUMAR	Consolidé	17 666	18 207	19 200	2,5%	5,5%	2 349	2 500	2 708	6,5%	8,3%	1 224	1 446	1 595	18,2%	10,3%					
LESIEUR CRISTAL	Consolidé	2 392	2 373	2 513	-0,8%	5,9%	462	490	508	6,1%	3,6%	231	274	281	18,8%	2,4%	106,0	106,0	110,0	0,0%	3,8%
MUTANDIS	Consolidé	8 630	8 984	9 586	4,1%	6,7%	1 415	1 563	1 697	10,5%	8,6%	810	943	1 063	16,4%	12,8%	6,0	7,0	8,0	16,7%	14,3%
OULMES	Consolidé	3 899	3 942	4 029	1,1%	2,2%	287	256	282	-10,7%	10,1%	157	157	169	-0,2%	8,0%	3,0	5,0	5,0	66,7%	0,0%
<b>INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE</b>																					
PROMOPHARM	Consolidé	1 396	1 441	1 516	3,2%	5,2%	134	143	153	6,3%	7,3%	68	72	77	6,5%	6,2%	8,5	8,5	9,0	0,0%	5,9%
SOTHEMA	Social	1 448	1 467	1 557	1,3%	6,1%	51	49	67	-4,6%	38,0%	42	0	5	ns	11,6x	0,0	0,0	20,0		
<b>DISTRIBUTION ALIMENTAIRE</b>																					
LABEL VIE	Consolidé	2 383	2 586	2 717	8,5%	5,1%	467	520	573	11,1%	10,3%	298	316	340	6,0%	7,6%					
<b>DISTRIBUTION SPECIALISEE</b>																					
AUTO HALL	Consolidé	573	632	672	10,2%	6,3%	101	114	144	12,0%	26,9%	60	69	85	15,3%	22,5%	0,0	0,0	0,0		
AUTO NEJMA	Social	1 810	1 955	2 046	8,0%	4,7%	366	406	429	10,9%	5,6%	238	247	255	3,7%	3,4%	84,0	68,0	65,0	-19,0%	-4,4%
<b>INDU. TRANS. &amp; LOGIS</b>																					
MARSA MAROC	Consolidé	11 012	11 624	12 600	5,6%	8,4%	541	565	630	4,6%	11,5%	330	357	398	8,0%	11,5%	56,0	56,0	56,0	0,0%	0,0%
ELECTRICTE	Consolidé	6 164	6 952	7 557	12,8%	8,7%	467	560	732	20,0%	30,7%	247	331	454	34,1%	31,1%					
TAQA MOROCCO	Consolidé	3 948	4 658	5 217	18,0%	12,0%	295	361	527	22,2%	46,1%	144	197	312	36,5%	58,2%	3,5	3,5	4,5	0,0%	28,6%
<b>TOTAL MAROC</b>																					
		2 216	2 294	2 340	3,5%	2,0%	172	200	206	16,2%	3,0%	103	134	142	30,6%	6,1%	60,0	77,0	94,0	28,3%	22,1%

\*Dividende 2020 estimé car non encore communiqué



Adresse : Tour BMCE, Rond-Point Hassan II, Casablanca - Maroc  
Tél: 00 212 5 22 43 01 31 / 00 212 5 22 43 01 23 / 00 212 5 22 43 01 45  
[www.bmcecapitalmarkets.com](http://www.bmcecapitalmarkets.com)



Siège : 63, Boulevard Moulay Youssef, Casablanca 20 000 – Maroc  
Tél: 00 212 5 22 64 23 00– Fax: 00 212 522 48 10 07 / 00 212 5 22 48 09 52  
RC Casablanca n° 77 971  
Autorisation n° 3/26 par l'agrément du Ministère des Finances

[www.bmcecapitalbourse.com](http://www.bmcecapitalbourse.com)



Siège : Tour BMCE, Rond-Point Hassan II, Casablanca - Maroc  
Bureaux : 63, Boulevard Moulay Youssef, Casablanca 20 000 – Maroc  
Tél : 00 212 522 42 78 20 - Fax : 00 212 522 27 38 26  
RC Casablanca n° 128905\*  
[www.bmcecapitalresearch.com](http://www.bmcecapitalresearch.com)

## DISCLAIMER

En recevant le présent document, le destinataire accepte de manière ferme et irréfutable d'être lié par les termes et limitations ci-après.

Le présent document a été préparé et diffusé par les entités et affiliées du BANK OF AFRICA- BMCE Group parmi lesquelles, l'ensemble des entités du groupe BMCE Capital S.A., (ci-après désignées conjointement, le « **BANK OF AFRICA- BMCE Group** »).

Le présent document ne constitue pas une offre de contrat, une sollicitation, un conseil ou une recommandation de la part du BANK OF AFRICA- BMCE Group, en vue de l'achat ou de la vente du ou des produits qui y sont décrits. Les informations contenues dans le présent document sont communiquées à titre purement indicatif et n'ont aucune valeur contractuelle. Elles sont sujettes à des modifications à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des fluctuations de marché.

Avant tout investissement dans le produit objet des présentes, le destinataire doit procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations qui lui ont été fournies, à sa propre analyse des avantages et des risques du produit du point de vue juridique, fiscal et comptable, en consultant s'il le juge nécessaire, ses propres conseils en la matière ou tous autres professionnels compétents. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

Sous réserve du respect des obligations que la loi met à la charge des entités du BANK OF AFRICA- BMCE Group, le destinataire et / ou les destinataires du présent document, déclarent expressément et irrévocablement que les entités du BANK OF AFRICA- BMCE Group, ne pourront nullement être tenues responsables des conséquences financières ou de tous autres préjudices directs ou indirects de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement dans ledit produit ou de l'utilisation quelconque qui sera faite du document. Les entités du BANK OF AFRICA- BMCE Group attirent l'attention du destinataire sur le fait que la valeur de marché des produits peut fluctuer significativement en raison de la volatilité des paramètres de marché et de la valeur des références sous-jacentes. Elle peut, le cas échéant, (i) être nulle et conduire dans cette situation à la perte totale du montant initialement investi, (ii) voire négative (ce qui signifie qu'elle consiste en un montant dû par vous) et conduire à un risque de perte illimitée. La valeur de remboursement du produit peut être inférieure au montant de l'investissement initial. Dans certaines situations, les investisseurs peuvent perdre jusqu'à la totalité de leur investissement.

Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, le BANK OF AFRICA- BMCE Group n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission, y compris en cas de négligence ou d'imprudence. Les éléments des présents documents relatifs aux données de marché sont fournis sur les bases de données constatées à un moment précis et qui sont susceptibles de varier. Les chiffres relatifs aux performances et simulations de performances passées ont trait à des périodes antérieures et ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs.

Le présent document a été préparé à l'intention de son ou de ses destinataires. Il est destiné à leur seul usage interne. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers. Si un particulier venait à être en possession du présent document, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document et devra consulter ses propres conseillers.

Le produit objet des présentes, peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou dans certains pays en vertu des réglementations spécifiques et / ou nationales applicables à ces personnes ou dans ces pays. Il vous appartient donc de vous assurer que vous êtes autorisé à investir dans ce produit. En investissant dans ce produit, vous déclarez au BANK OF AFRICA- BMCE Group, que vous êtes dûment autorisé, par votre statut juridique et / ou vos règlements internes, à cette fin et ce, tout au long de la subsistance de votre relation avec l'une quelconque des entités du BANK OF AFRICA- BMCE Group.

Le présent document en ce compris l'ensemble des informations, explications, données, marques, logos, raisons sociales et noms de domaine, etc. sont la propriété exclusive de, ou ont été valablement acquis par, le BANK OF AFRICA- BMCE Group. Il est totalement interdit de copier, modifier, reproduire, republier, distribuer, afficher ou transmettre ce contenu au profit d'une personne de droit privé et/ou de droit public, pour des objectifs lucratifs ou non-lucratifs; et ce indépendamment du support ou du moyen de communication et sans prendre en compte la bonne ou mauvaise foi de la personne réalisant l'une des actions susmentionnées. Ce contenu est pour usage individuel et strictement personnel. Il ne peut servir à une exploitation à objet ou à fin commerciale. Ces interdictions ne peuvent connaître aucune exception, sauf quand les personnes dûment considérées propriétaires des droits de propriété intellectuelle de ce contenu y conviennent. Toute violation de ces règles fait encourir à la personne qui l'a réalisée les sanctions pénales prévues à ce sujet et les poursuites judiciaires nécessaires au rétablissement des droits des auteurs et au dédommagement de ceux-ci. Tout litige concernant les présentes règles relèvera de la compétence des Tribunaux de Casablanca. »