



STOCK GUIDE DES PRINCIPALES VALEURS MAROCAINES

Mai 2021

CASABLANCA | TUNIS | ABIDJAN | DAKAR | COTONOU

Notre Recherche est aussi disponible sur Bloomberg, Thomson Reuters, Factset, S&P Capital IQ et Research Pool.

Veuillez-vous référer aux importantes informations légales en fin de document et sur le site internet : <http://www.bmcecapitalbourse.com>

Abréviations

GAZ	AFRIQUIA GAZ	LHM	LAFARGEHOLCIM MAROC
ATL	ATLANTA	LES	LESIEUR CRISTAL
ATW	ATTIJARIWafa BANK	MNG	MANAGEM
ATH	AUTO HALL	MIC	MICRODATA
BCP	BANQUE CENTRALE POPULAIRE	IAM	MAROC TELECOM
BCI	BMCI	MSA	MARSA MAROC
SBM	SOCIETES DES BOISSONS DU MAROC	CMT	MINIERE DE TOUISSIT
CDM	CDM	OUL	OULMES
CIH	CIH	SAH	SAHAM ASSURANCE
CMA	CIMENTS DU MAROC	SMI	SM IMITER
CSR	COSUMAR	SNP	SNEP
DHO	DELTA HOLDING	SID	SONASID
DWY	DISWAY	SOT	SOTHEMA
EQD	EQDOM	TQM	TAQA MOROCCO
HPS	HPS	TMA	TOTAL MAROC
LBV	LABEL'VIE	WAA	Wafa ASSURANCE

Synthèse des recommandations et des cours cibles

Ce stock guide couvre les réalisations, les perspectives et les recommandations de 32 principales valeurs cotées à la Bourse de Casablanca, représentant 88,3% de sa capitalisation globale :

Les valeurs à Acheter

Valeurs	Cours au 21/05/21	Cours Cible	% de la capi
CDM	444	650	0,8%
DISWAY	545	665	0,2%
MICRODATA	690	770	0,2%
TOTAL			1,1%

Les valeurs à Accumuler

Valeurs	Cours au 21/05/21	Cours Cible	% de la capi
ATLANTASANAD	94	97	0,9%
ATTIJARIWafa BANK	456	490	15,5%
BCP	266	280	8,6%
COSUMAR	255	295	3,8%
LABEL' VIE	3600	4040	1,6%
MARSA MAROC	249	277	2,9%
MINIERE TOUISSIT	1698	1877	0,5%
SAHAM ASSURANCE	1200	1390	0,8%
SM IMITER	2453	2474	0,6%
SNEP	665	700	0,3%
SONASID	458	445	0,3%
SOTHEMA	3650	3870	1,0%
TAQA MOROCCO	1021	1056	3,8%
LAFARGEHOLCIM MAROC	1731	1810	6,5%
TOTAL			47%

Les valeurs à Conserver

Valeurs	Cours au 21/05/2021	Cours Cible	% de la capi
AFRIQUIA GAZ	4180	4050	2,3%
AUTO HALL	89	85	0,7%
BMCI	684	655	1,4%
CIH BANK	279	285	276
CIMENTS DU MAROC	1868	1714	4,3%
DELTA HOLDING	34	36	0,5%
EQDOM	1208	1300	0,3%
HPS	6050	5900	0,7%
LESIEUR CRISTAL	189	191	0,8%
MANAGEM	1560	1641	2,5%
MAROC TELECOM	140	142	19,6%
OULMES	1090	1035	0,3%
Wafa ASSURANCE	3900	3985	2,2%
TOTAL			36,9%

Les valeurs à Alléger

Valeurs	Cours au 21/05/2021	Cours Cible	% de la capi
BOISSONS DU MAROC	2700	2238	1,2%
TOTAL MAROC	1450	1400	2,1%
TOTAL			3,3%

AFRIQUIA GAZ

Conserver

Objectif de cours : MAD 4 050

GAZ

Cours au 21 05 21 : MAD 4 180,0

Capitalisation boursière: M MAD 14 368,8

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA consolidé	6 347,6	5 716,1	6 287,7	6 790,7
EBITDA	1 283,4	827,3	1 233,0	1 343,2
Marge d'EBITDA	20,2%	14,5%	19,6%	19,8%
EBIT	978,3	493,3	906,1	1 003,7
Marge d'EBIT	15,4%	8,6%	14,4%	14,8%
RNPG	699,2	362,2	663,7	770,6
Dette nette	(233,5)	703,3	1 004,7	312,4
Gearing	ns	24,5%	32,3%	9,1%
ROCE	20,3%	8,1%	13,4%	16,0%
VE/CA	2,0x	2,3x	2,4x	2,2x
VE/EBITDA	10,0x	16,2x	12,5x	10,9x
VE/Capitaux employés	3,8x	3,1x	3,2x	3,4x
BPA	203,4	105,4	193,1	224,2
P/E	18,7x	35,0x	21,6x	18,6x
P/B	4,4x	4,4x	4,6x	4,2x
DPA	125,0	125,0	125,0	125,0
D/Y	3,3%	3,4%	3,0%	3,0%
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 4262,0 / 3506,0				
Codes : AGAZ1.CS / GAZ MC				

Profil : Fort de 55 ans d'expertise avec une part de marché estimée à 46% en 2020, AFRIQUIA GAZ est le leader marocain de la distribution de gaz et de pétrole liquéfiés. Adossée au Groupe AKWA, la société est positionnée sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la filière gazière de l'importation et stockage, passant par l'emplissage (30% de son CA) jusqu'à la distribution (70% du CA).

A l'issue d'une année 2020 particulièrement difficile en raison de la crise sanitaire liée au Covid-19, AFRIQUIA GAZ enregistre un chiffre d'affaires consolidé en repli de -9,9% en y-o-y à M MAD 5 716,1 en dépit de la progression de +2,3% des volumes écoulés à 1 144,7 KT. Pour sa part, le RNPG ressort en chute de -48,2% à M MAD 362,2 impacté essentiellement par la comptabilisation du Don au fonds spécial Covid-19 pour un montant de M MAD 400.

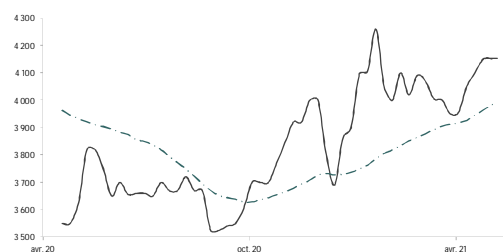
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Adossement au Groupe de référence AKWA ; Positionnement sur l'ensemble de la chaîne de valeur lui permettant une meilleure rationalisation des coûts ; Importante capacité de stockage de 75 000 T et qui devrait être davantage renforcé. 	<ul style="list-style-type: none"> Inexploitation du potentiel du marché Africain ; Faible liquidité du titre sur la cote.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Inélasticité de la demande de gaz Butane représentant le plus gros des ventes ; Décompensation prévue du gaz butane devant a priori renforcer les marges de l'opérateur ; Potentialité à terme du marché de la distribution du GNL notamment avec la signature d'un partenariat commercial avec SOUND ENERGY. 	<ul style="list-style-type: none"> Retard éventuel d'un retour à plein régime pour les CHR dans le cadre d'un déconfinement progressif ; Investissements importants à prévoir pour répondre aux exigences en termes de capacités de stockage édictées par l'Etat ; Incertitudes face au processus de décompensation du gaz butane.

Recommandation : Bien que les réalisations commerciales du Groupe aient pâti de la conjoncture morose induite par la pandémie de la Covid-19, AFRIQUIA GAZ demeure une valeur de fond de portefeuille avec des fondamentaux solides et semble bien positionnée pour saisir les opportunités de croissance qui se présentent. Dans cette lignée, l'année 2021^e devrait être une année de reprise pour l'opérateur, notamment avec :

- Le maintien de la demande des ménages pour le gaz Butane de par son inélasticité (produit de première nécessité) ;
- La reprise graduelle des CHR, des céramistes et d'autres clients industriels devant davantage dynamiser le segment Butane qui représente 90% des ventes ;
- Le retour à la normal sur l'activité Distribution Vrac à compter du T1 2021, selon le Management ;
- La croissance des revenus provenant du segment Emplissage (30% du CA) avec le nouveau centre de Jorf El Melha qui atteint sa vitesse de croisière ;
- Et, la non-récurrence du Don de M MAD 400 au Fonds Spécial Covid-19 ayant plombé le bottom-line 2020.

Valorisé par nos soins à MAD 4 050, nous recommandons de **conserver** le titre dans les portefeuilles.

Hassan Mezrioui	+212 5 22 42 78 22	h.mezrioui@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

Africa SMDC	38,0%
AKWA HOLDING	30,0%
Flottant	21,8%
RMA WATANYA	5,2%
AL AJJAL INVESTMENT FUND HOLDING	5,0%

ATLANTASANAD
Accumuler

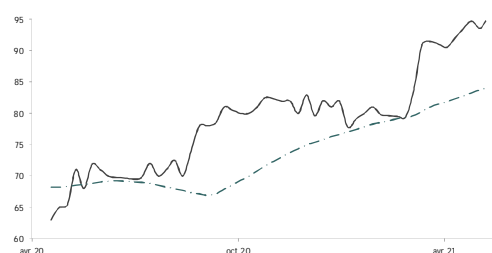
Objectif de cours : MAD 97

ASSURANCES

Cours au 21 05 21 : MAD 93,6

Capitalisation boursière: M MAD 5 642,5

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
Primes acquises nettes Vie	1 064,8	1 081,1	1 135,1	1 203,2
Primes acquises nettes Non Vie	3 284,3	3 363,6	3 632,6	3 995,9
Total revenus	4 349,1	4 444,6	4 767,8	5 199,1
Résultat technique	464,4	562,6	515,0	563,0
RNPG	372,3	472,1	365,2	387,3
Fonds propres part du groupe	1 762,7	1 957,5	2 051,8	2 228,4
ROE	21,1%	24,1%	17,8%	17,4%
Ratio Combiné	100,8%	100,9%	100,4%	100,0%
P/E	12,0x	10,5x	15,5x	14,6x
P/B	2,5x	2,5x	2,7x	2,5x
D/Y	4,4%	5,5%	3,7%	4,0%
BPA	6,2	7,8	6,1	6,4
Variation du BPA	76,2%	26,6%	-22,7%	6,1%
ANPA	29,3	32,5	34,1	37,0
DPA	3,3	4,5	3,5	3,7
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 95,0 / 64,0				
Codes : ATLCS / ATLMC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

Holmarcom	67,0%
Flottant	11,7%
CIH	10,0%
CDG	9,6%
Autres	1,6%

Profil : Désormais 5^{ème} acteur du secteur des assurances au Maroc suite à l'opération de fusion-absorption de SANAD, ATLANTASANAD affiche au terme de l'année 2020 un RNPG en hausse de +26,6% à M MAD 472,1 en dépit d'un contexte de crise sanitaire, profitant notamment d'une forte dynamique commerciale issue vraisemblablement de la création de synergies avec SANAD et des plus-values issues de la création d'un OPCI (près de M MAD 230).

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Appartenance à des Groupes de référence (HOLMARCOM, CDG et CIH) ; Une stratégie commerciale agressive avec une accélération de sa stratégie digitale ; Potentiel de développement sur la Vie servi par les gisements synergiques avec ses actionnaires de référence (CIH Bank) notamment sur la bancassurance qui représente les 2/3 de l'activité ainsi que par le lancement attendu des Produits en Unités de compte ; Une marge de solvabilité très confortable de 212% en 2020 ; Fusion-Absorption de sa filiale SANAD devant dynamiser davantage l'activité grâce au développement de synergies de croissance ; Développement de l'assurance affinitaire. 	<ul style="list-style-type: none"> Une forte exposition sur le volet actions cotées (22% du total des placements en 2020).
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Reprise escomptée de l'Épargne ainsi que de la Branche Automobile en lien avec une amélioration attendue de la situation économique ; Possibilité de non-constatation de provisions supplémentaires suite au report attendu de l'entrée en vigueur de la provision pour risque tarifaire par l'ACAPS ; Reprise attendue du marché boursier marocain en 2021. 	<ul style="list-style-type: none"> Mauvaise tenue attendue en 2021 de l'Assurance Maladie, les Accidents Corporels et les Accidents de Travail en lien avec une baisse de la masse salariale déclarée ; Baisse anticipée de l'encaissement des primes pouvant émaner des difficultés de trésorerie des assurés et des intermédiaires ; Baisse probable des dividendes à distribuer par certaines sociétés au titre de l'exercice 2020 ; Réduction attendue des excédents de marge de solvabilité avec le passage à la Solvabilité Basée sur les Risques.

Recommandation : En termes de perspectives, nous tablons pour ATLANTASANAD sur un RNPG en baisse de -22,7% à M MAD 365,2, pâtissant de la non-réurrence de l'impact positif constaté en 2020 suite à la création de son OPCI.

En dépit d'une baisse attendue de ses résultats cette année, des perspectives prometteuses devraient se présenter pour l'assureur notamment suite au lancement prochain de son nouveau plan stratégique triennal 2022-2024. En effet, celui-ci aurait pour objectif de fixer les principales orientations pour atteindre la position de leader du marché marocain sur le segment des assurances Non-Vie, notamment à travers l'accès à un nombre et à des affaires de taille plus importante par le réseau des courtiers grâce à la fusion-absorption de SANAD et à l'extension de la gamme produit. A accumuler.

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmceck.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmceck.co.ma

ATTIJARIWAFI BANK
Accumuler
Objectif de cours : MAD 490
BANQUES

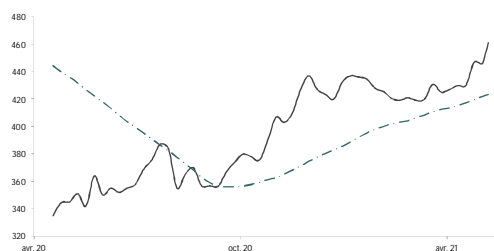
Cours au 21 05 21 : MAD 456,0

Capitalisation boursière: M MAD 97 206,9

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
PNB consolidé	23 472,8	23 858,1	24 662,1	25 883,4
RBE	12 249,7	11 623,5	13 070,9	14 235,9
Coût du risque	-1589,0	-5454,4	-5087,0	-3248,1
Coefficient d'exploitation	47,8%	51,3%	47,0%	45,0%
Résultat avant impôts	10 704,6	6 082,0	7 964,0	10 977,8
RNPG	5 816,0	3 018,0	4 013,8	5 565,7
Fonds propres part du groupe	47 627,8	47 799,6	48 088,4	50 882,9
ROE	12,2%	6,3%	8,3%	10,9%
Créances non perf/créances totales	6,4%	7,3%	6,9%	6,7%
Taux de couverture des non performants	66,5%	67,4%	67,2%	67,3%
P/RBEP	8,5x	7,6x	7,4x	6,8x
P/E	18,0x	29,4x	24,2x	17,5x
P/B	2,2x	1,9x	2,0x	1,9x
D/Y	2,7%	2,6%	2,9%	3,0%
RBEP	58,4	55,4	61,3	66,8
BPA	27,7	14,4	18,8	26,1
Croissance de BPA	1,9%	-48,1%	30,9%	38,7%
ANCPA	227,0	227,8	225,6	238,7
DPA	13,5	11,0	13,0	13,5

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 461,3 / 342,0

Codes : ATW.CS / ATW.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE
ACTIONNARIAT


AL MADA	46,4%
Autres	22,2%
Flottant	18,7%
MCA-MAMDA	6,5%
WAFI ASSURANCE	6,3%

Profil : Au terme de l'année 2020, ATTIJARIWAFI BANK affiche une forte dégradation de son RNPG à MAD 3 Md sous l'effet du Don au Fonds COVID-19 (M MAD 1 148 en brut) et de la hausse du coût du risque (+3,4x à MAD 5,5 Md) en lien avec la détérioration du risque de crédit engendré par les conséquences de la pandémie. Toutefois, les réalisations de la Banque leader du secteur reprennent des couleurs au T1 2021, comme en témoigne la progression de +21,6% de sa capacité bénéficiaire.

Forces
Faiblesses

- Un engagement avéré en termes de financements des TPME* (un montant de MAD 129 Md de crédits distribués depuis 2014) ;
- Des parts de marché de 33% sur le Produit DAMANE OXYGENE et de 30% sur DAMANE RELANCE (supérieures à leur pdm naturelle) ;
- Un niveau de fonds propres confortable (ratio de solvabilité consolidé de 13,4% et Tier 1 de 12,1%) ;
- Une PRG de MAD 2,9 Md en social et des provisions pour risques et charges de MAD 3,1 Md en consolidé ;
- Renforcement continu des fonds propres réglementaires (4 emprunts obligataires en 2020 totalisant MAD 2,5 Md et une augmentation de capital par conversion optionnelle des dividendes en actions de MAD 1,3 Md) ;
- Développement de sa stratégie de digitalisation (19 millions de transactions effectuées via les canaux digitaux en 2020).

- Revue à la baisse par MOODY's de la notation de dépôt à long terme de la Banque passant de perspectives stable à perspective négative ;
- Contexte de compression des marges et investissements importants en termes de système d'information en Egypte impactant négativement sa filiale locale.

Opportunités
Menaces

- Possibilité d'effectuer des reprises à Moyen/Long terme suite à la constitution de provisions importantes par les Banques en 2020 (+2,4x du coût du risque soit une enveloppe globale de + MAD 17,7 Md), dans le cas d'une reprise économique confirmée ;
- Marge de manœuvre importante au volet réglementaire suite à la prorogation par BAM de 12 mois supplémentaires de l'assouplissement des règles prudentielles portant sur la fixation des seuils réglementaires à 8,5% pour le ratio Tier 1 et à 11,5% pour le ratio de solvabilité global ;
- Possibilité de réalisation de Plus-Value en 2021 en cas d'un apport d'actifs à des OPCI / Titrisation ou de produits de cession en cas d'externalisation des parts détenus dans un OPCI ;
- Reprise de sa stratégie d'expansion en Afrique avec le dépôt d'une offre pour l'acquisition d'une participation dans UNION BANK OF NIGERIA.

- Probable montée des impayés en 2021 ;
- Dégradation de la note souveraine du Royaume par STANDARD & POOR'S pouvant entraîner une hausse du coût de refinancement des Banques marocaines ;
- Entrée en vigueur de la circulaire relative aux datations de paiement et ventes à réméré.

Recommandation : Après une année 2020 marquée par une dégradation de ses résultats, ATTIJARIWAFI BANK devrait renouer avec la croissance en 2021, comme en atteste la progression anticipée de sa capacité bénéficiaire (+33% à MAD 4 Md). Celle-ci devrait s'expliquer par :

- Une hausse escomptée de +3,7% du PNB à MAD 53,3 Md redevable à la bonne tenue de l'ensemble de ses composantes ;
- Un allègement attendu du coût du risque (-6,7% à MAD 5,1 Md, soit un taux du coût du risque de 1,5% contre 1,7% en 2020) suite à l'adoption par la Banque d'une politique de provisionnement anticipatif et prudente en 2020 ;
- Et, la non-réurrence de l'impact du Don au Fonds COVID-19 (M MAD 1 148).

A accumuler.

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

AUTO HALL
Conserver
Objectif de cours : MAD 85
DISTRIBUTION SPECIALISEE

Cours au 21 05 21 : MAD 89,1

Capitalisation boursière: M MAD 4 481,2

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA consolidé	4 424,2	3 947,8	4 658,4	5 217,4
EBITDA	440,8	335,8	451,9	521,7
Marge d'EBITDA	10,0%	8,5%	9,7%	10,0%
EBIT	325,3	295,3	360,7	526,9
Marge d'EBIT	7,4%	7,5%	7,7%	10,1%
RNPG	158,6	144,3	197,0	311,7
Dette nette	1 690,2	1 227,0	1 388,3	1 296,3
Gearing	98,1%	72,6%	81,2%	70,2%
ROCE	5,8%	6,1%	7,0%	10,2%
VE/CA	1,3x	1,2x	1,3x	1,1x
VE/EBITDA	13,0x	14,2x	13,0x	11,1x
VE/Capitaux employés	1,5x	1,4x	1,6x	1,6x
BPA	3,2	2,9	3,9	6,2
P/E	25,4x	24,6x	22,8x	14,4x
P/B	2,3x	2,1x	2,6x	2,4x
DPA	3,5	3,5	3,5	5,5
D/Y	4,4%	5,0%	3,9%	6,2%
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 92,0 / 61,2				
Codes : AUTO.CS / ATH.MC				

Profil : Présent dans le secteur de la distribution automobile marocain depuis 1907 et fort du plus large réseau dans le pays avec plus de 67 points de ventes répartis sur les axes économiques les plus importants, AUTO HALL est positionné sur le segment des VP et VUL (FORD, NISSAN, MITSUBISHI, DFSK et OPEL), celui des VI (FUSO et FORD TRUCKS), des tracteurs (NEW HOLLAND) ainsi que le segment des TP (CASE, BELAZ, VALVOLINE et BRIDGESTONE).

Au terme d'une année 2020 touchée de plein fouet par les effets de la crise, AUTO HALL enregistre un chiffre d'affaires consolidé en baisse de -10,8% à M MAD 3 947,8 pour un RNPG en repli de -9,1% à M MAD 144,3.

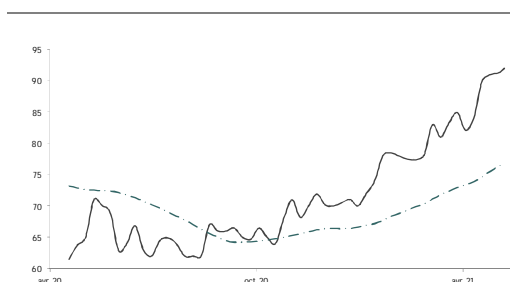
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Présence sur plusieurs segments (VP, VUL, VI, MA et Services) ; Elargissement continu de son maillage territorial ; Démarrage récent de l'activité Véhicule d'Occasion ; Déploiement de la chaîne CKD pour DFSK pouvant renforcer ses marges ; Positionnement sur le segment électrique avec l'intégration de 3 modèles 100% électriques DFSK ; Renforcement des services et produits complémentaires dans les revenus du Groupe. 	<ul style="list-style-type: none"> Absence d'une marque premium sur le segment des VP ; Exposition importante au risque de change, particulièrement l'Euro (80% des achats).
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Politique de gestion dynamique de son patrimoine foncier évalué à près de MAD 3 Md, lequel pourrait être transféré en OPCI ; Remaniement éventuel des cartes distribuées par les opérateurs dans une phase post-crise ; Expansion panafricaine toujours en cours d'étude et qui pourrait être davantage boostée par le lancement de l'activité CKD sur DFSK. 	<ul style="list-style-type: none"> Pénurie de semi-conducteurs qui touche les constructeurs automobiles au niveau mondial, principalement FORD ; Concurrence conduisant à une pression sur les marges ; Baisse du pouvoir d'achat des ménages compte tenu du contexte de crise sanitaire.

Recommandation : En dépit d'une année 2020 difficile pour les distributeurs automobiles, AUTO HALL devrait parvenir à accélérer sa dynamique commerciale en 2021^e, profitant notamment :

- De la reprise de la demande avec l'amélioration de l'épargne et la tenue éventuelle du Salon automobile ;
- Des meilleures conditions de financement au niveau de l'offre avec un retour du crédit gratuit ;
- De la poursuite de son expansion territoriale avec plusieurs succursales et Showrooms actuellement en cours de concrétisation ;
- De la montée en puissance de sa carte OPEL représentant aujourd'hui près de 25% de son CA et DFSK qui domine le segment des VUL ;
- Et, du retour à des tarifs compétitifs sur sa carte historique FORD avec de nouveaux modèles (notamment FIESTA, FOCUS, KUGA, FUSION et EXPLORER).

Évalué par nos soins à MAD 85, nous recommandons de **Conserver** le titre dans les portefeuilles.

Hassan Mezrioui	+212 5 22 42 78 22	h.mezrioui@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE
ACTIONNARIAT


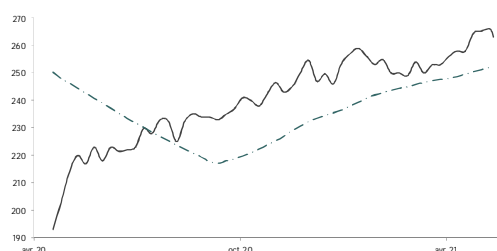
AMANA	57,0%
Flottant	17,6%
CIMR	14,8%
HAKAM ABDELLATIF FINANCE	10,3%
Autres actionnaires	0,3%

BANQUES

Cours au 21 05 21 : MAD 266,0

Capitalisation boursière: M MAD 53 799,7

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
PNB consolidé	17 816,1	19 287,0	19 987,7	20 857,8
RBE	8 560,7	8 256,7	9 594,1	10 220,3
Coût du risque	-2566,8	-6129,1	-5550,4	-3988,9
Coefficient d'exploitation	51,9%	57,2%	52,0%	51,0%
Résultat avant impôts	5 959,5	2 121,3	3 933,7	6 129,4
RNPG	2 999,3	1 229,2	1 908,2	2 923,7
Fonds propres part du groupe	34 665,6	32 589,0	32 879,2	34 184,8
ROE	8,7%	3,8%	5,8%	8,6%
Créances non perf/créances totales	8,1%	9,4%	9,0%	8,7%
Taux de couverture des non performants	73,6%	72,7%	73,8%	74,2%
P/RBEPA	6,6x	6,1x	5,6x	5,3x
P/E	18,7x	41,1x	28,2x	18,4x
P/B	1,6x	1,5x	1,6x	1,6x
D/Y	2,9%	3,2%	3,0%	3,2%
RBEPA	42,3	40,8	47,4	50,5
BPA	14,8	6,1	9,4	14,5
Croissance de BPA	-8,2%	-59,0%	55,2%	53,2%
ANCPA	171,4	161,1	162,6	169,0
DPA	8,0	8,0	8,0	8,5
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 267,9 / 203,0				
Codes : BCP.CS / BCP.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE
ACTIONNARIAT


BPR	49,1%
Autres	18,8%
Flottant	13,9%
Personnel	7,3%
RCAR	5,5%
CIMR	5,4%

Profil : BCP affiche des réalisations mitigées en 2020, marquées par (i) une forte hausse du PNB (+8,3% à MAD 19,3 Md) redevable notamment à un effet périmètre lié à l'acquisition de 3 nouvelles filiales en Afrique subsaharienne ainsi que par (ii) un recul de -59% à MAD 1,2 Md du RNPG en raison de la détérioration du risque (+2,4x à MAD 6 Md) et de la prise en compte du Don au Fonds COVID-19 (MAD 1 Md).

Forces
Faiblesses

- Des ratios réglementaires conformes en 2020 (Tier 1 de 9,94% et un LCR de 174% et ratio de solvabilité global de 13,14%);
 - Forte dynamique du PNB des filiales à l'international qui évolue de +34% tiré à la fois par la bonne performance des filiales historiques (+7% de PNB) et par l'impact de l'intégration des trois nouvelles acquisitions;
 - Un matelas de provisions confortable (PRG de MAD 5,1 Md et un fonds de soutien de MAD 4,2 Md en 2020);
 - Accélération de l'enrichissement de l'offre digitale courant 2020 (65% des transactions réalisées à travers le canal digital).
- Baisse de la part de marché du CPM en termes de distribution de crédits (-1,28 pts à 22% en 2020);
 - Revue à la baisse par MOODY'S de la note de dépôt à long terme de la Banque passant de perspective stable à perspective négative.

Opportunités
Menaces

- Possibilité d'effectuer des reprises à Moyen/Long terme suite à la constitution de provisions importantes par les Banques en 2020 (+2,4x du coût du risque soit une enveloppe globale de + MAD 17,7 Md), dans le cas d'une reprise économique confirmée;
 - Marge de manœuvre importante au volet réglementaire suite à la prorogation par BAM de 12 mois supplémentaires de l'assouplissement des règles prudentielles portant sur la fixation des seuils réglementaires à 8,5% pour le ratio Tier 1 et à 11,5% pour le ratio de solvabilité global;
 - Possibilité de réalisation de Plus-Value en 2021 en cas d'un apport d'actifs à des OPC / Titrisation ou de produits de cession en cas d'externalisation des parts détenus dans un OPC.
- Probable montée des impayés en 2021;
 - Dégradation de la note souveraine du Royaume par STANDARD & POOR'S pouvant entraîner une hausse du coût de refinancement des Banques marocaines;
 - Entrée en vigueur de la circulaire relative aux datations de paiement et ventes à rémère.

Recommandation : En 2021, le Groupe BCP devrait focaliser ses efforts stratégiques autour des sujets prioritaires suivants :

- Le renforcement de l'efficacité commerciale à destination de segments de clientèle adéquats, afin de développer davantage la création de valeur;
- La maîtrise du coût du risque à travers le renforcement du dispositif d'octroi des crédits et l'accélération du recouvrement (une baisse anticipée de -9% du coût du risque en 2021, soit un taux du coût du risque de 2,15% contre 2,38% en 2020);
- Et, la poursuite du développement de la Banque de l'International à travers les programmes stratégiques déjà lancés sur les entités existantes, et l'intégration des nouvelles entités acquises (une croissance à deux chiffres attendue pour le PNB des filiales africaines).

A accumuler.

BANQUES

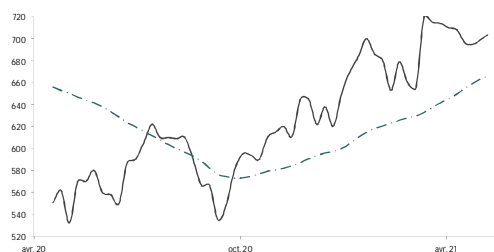
Cours au 21 05 21 : MAD 683,9

Capitalisation boursière: M MAD 9 081,7

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
PNB consolidé	3 059,2	3 051,6	3 106,5	3 205,9
RBE	1 413,0	1 328,3	1 439,4	1 456,1
Coût du risque	-440,2	-901,3	-804,0	-534,3
Coefficient d'exploitation	53,8%	56,5%	53,7%	54,6%
Résultat avant impôts	991,5	360,3	900,4	936,8
RNPG	605,0	155,5	527,6	546,1
Fonds propres part du groupe	7 456,7	7 621,6	7 578,3	7 593,1
ROE	8,1%	2,0%	7,0%	7,2%
Créances non perf/créances totales	14,3%	14,6%	14,3%	14,1%
Taux de couverture des non performants	80,2%	80,6%	80,7%	80,0%
P/RBEPA	6,7x	6,4x	6,3x	6,2x
P/E	15,7x	54,5x	17,2x	16,6x
P/B	1,3x	1,1x	1,2x	1,2x
D/Y	0,0%	6,7%	5,8%	4,4%
RBEPA	106,4	100,0	108,4	109,7
BPA	45,6	11,7	39,7	41,1
Croissance de BPA	8,3%	-74,3%	239,3%	3,5%
ANCPA	561,5	573,9	570,7	571,8
DPA	0,0	43,0	40,0	30,0

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 732,9 / 532,0

Codes : BMCI.CS / BCI.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

BNP Paribas	66,7%
Flottant	16,6%
AXA Assurance Maroc	8,9%
HOLMARCOM	7,8%

Profil : BMCI affiche au terme de l'année 2020 des réalisations mal orientées se traduisant notamment par une légère baisse (-0,3%) du PNB (contre une hausse de +3,5% du PNB du secteur coté) et par un repli de -74,3% du RNPG à M MAD 155,5 par rapport à fin 2019 suite à la hausse de +2x du coût du risque et à la constatation de gains ou pertes nets de M MAD -69,4.

Forces

- Adossement au Groupe BNP PARIBAS ;
- Un ratio de solvabilité confortable en 2020 (14,6%) ;
- Bon positionnement sur l'activité Corporate ;
- Développement de sa stratégie de digitalisation, notamment via sa filiale DIGFI.

Faiblesses

- Une activité en stagnation sur les 5 dernières années (un TCAM de -1% pour le PNB) en raison d'une stratégie de développement passive ;
- Stratégie fortement dépendante de la maison mère et champs d'action limité au Maroc en raison de l'absence de relais de croissance en dehors du marché local.

Opportunités

- Possibilité d'effectuer des reprises à Moyen/Long terme suite à la constitution de provisions importantes par les Banques en 2020 (+2,4x du coût du risque soit une enveloppe globale de + MAD 17,7 Md), dans le cas d'une reprise économique confirmée ;
- Marge de manœuvre importante au volet réglementaire suite à la prorogation par BAM de 12 mois supplémentaires de l'assouplissement des règles prudentielles portant sur la fixation des seuils réglementaires à 8,5% pour le ratio Tier 1 et à 11,5% pour le ratio de solvabilité global.

Menaces

- Probable montée des impayés en 2021 ;
- Dégradation de la note souveraine du Royaume par STANDARD & POOR'S pouvant entraîner une hausse du coût de refinancement des Banques marocaines ;
- Entrée en vigueur de la circulaire relative aux datations de paiement et ventes à réméré.

Recommandation : A l'instar des autres opérateurs du secteur, BMCI devrait enregistrer une hausse de ses résultats en 2021 (un RNPG en progression de 3x à M MAD 527,6) tirés par l'allègement attendu de son coût du risque (-11%), la non-récurrence du Don au Fonds COVID-19 ainsi que par la constatation d'un impact positif résultant de la double opération réalisée avec ARADEI CAPITAL (M MAD 165 selon nos estimations). Toutefois et en dépit d'une amélioration attendue de ses réalisations en 2021, l'activité commerciale de BMCI pourrait peiner à progresser en raison de sa stratégie de développement toujours passive.)

A conserver dans l'attente d'un revirement stratégique de la Banque.

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

BOISSONS DU MAROC
AGROALIMENTAIRE & BOISSONS

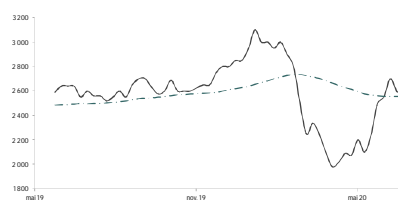
Cours au 21/05/21 : MAD 2 700

Capitalisation boursière : M MAD 7 640,1

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	2 669,4	2 391,9	2 375,2	2 448,8
EBITDA	723,4	583,9	577,2	602,4
Marge d'EBITDA	27,1%	24,4%	24,3%	24,6%
EBIT	582,4	461,8	453,7	477,5
Marge opérationnelle	21,8%	19,3%	19,1%	19,5%
RNPG	373,7	230,7	219,5	240,4
Dettes nettes	-793,7	-675,0	-789,5	-770,5
Gearing	ns	ns	ns	ns
ROCE	54,0%	46,7%	43,6%	43,5%
VE/CA	2,7x	2,6x	2,9x	2,8x
VE/EBITDA	10,1x	10,5x	11,9x	11,4x
VE/Capitaux employés	6,7x	6,2x	6,6x	6,3x
BPA	132,1	81,5	77,6	85,0
P/E	21,6x	29,4x	34,8x	31,8x
P/B	5,0x	4,6x	4,9x	4,8x
DPA	136,0	106,0	106,0	110,0
D/Y	4,8%	4,4%	3,9%	4,1%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 2 699 / 2 050

Codes: SBM.CS / SBM.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

MDI	68,5%
Flottant	14,0%
CIMR	11,1%
Autres actionnaires	4,1%
HEINEKEN	2,2%

Profil : Unique opérateur industriel sur le marché marocain de la bière, BOISSONS DU MAROC -SBM- dispose d'un portefeuille de marques historiques et de renom, notamment celles en propre CASABLANCA, FLAG, CROWN et STORK ainsi que celles sous licence HEINEKEN, CASTEL BEER, Export 33, BEAUFORT, etc.

Fortement impactée par la crise sanitaire de la COVID-19, BOISSONS DU MAROC affiche en 2020 des réalisations commerciales en repli de -10,4% à M MAD 3 803 comparativement à l'année dernière. Cette contre-performance recouvre notamment :

- Des baisses de -15,3% et de -12,6% de volumes écoulés respectivement de bières et de vins, en raison (i) de la fermeture des bars, (ii) des ouvertures limitées des cafés et restaurants et (iii) des perturbations de l'activité hôtelière ;
- Et, une appréciation des volumes vendus de l'activité eau, permettant de renforcer les parts de marché de la marque AIN IFRANE.

En termes de rentabilité, le RNPG perd -38,3% à M MAD 231.

Forces

- Leader sur le marché marocain des bières ;
- Réseau propre NICOLAS, spécialisé dans la distribution des vins et spiritueux ;
- Diversification de l'activité vers l'embouteillage d'eau (dont la part de marché se situe à 11% à fin 2019) et d'huile d'olive ;
- Appartenance au Groupe français CASTEL.

Faiblesses

- Faible présence sur les boissons non alcoolisées.

Opportunités

- Potentiel à l'export sur le continent intéressant, grâce à l'implantation historique de son actionnaire majoritaire en Afrique francophone ;
- Eventualité de retour sur les boissons gazeuses même si à faible marge ;
- Fin de l'impact des mois sacrés de Chaâbane et de Ramadan sur la saison haute des ventes pour les années à venir.

Menaces

- Hausse de la TIC applicable aux boissons alcoolisées (+MAD 100/HL pour les vins, +MAD 200/HL pour les bières et +MAD 1 000/HL pour les alcools éthyliques), devant impacter les volumes écoulés du Groupe en 2021 ;
- Libéralisation possible des importations de bières en provenance d'Europe à horizon 2022 ;
- Concurrence de la contrebande provenant de Ceuta et Melilla.

Recommandation : A fin 2021, le Groupe devrait enregistrer des réalisations commerciales en léger repli de -0,7% à M MAD 2 375, pâtissant notamment de l'impact prolongé de la crise sanitaire actuelle sur l'économie, ainsi que l'incertitude sur l'évolution de cette situation.

En effet, la prolongation de la fermeture des bars, la suspension des arrivées des touristes internationaux et la fermeture des frontières en conséquence des mesures restrictives prises, devraient continuer à être préjudiciables aux résultats de BOISSONS DU MAROC.

En dépit d'un rendement de dividende intéressant de 4,1% en 2021 et 4,2% en 2022, soit un niveau supérieur à la moyenne du marché, nous recommandons d'alléger le titre dans les portefeuilles tenant compte de la sensibilité de l'activité à la situation pandémique actuelle.

Soufiane DADA	+212 5 22 42 78 24	s.dada@bmcek.co.ma
---------------	--------------------	--------------------

Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma
---------------	--------------------	-----------------------

CDM

BANQUES

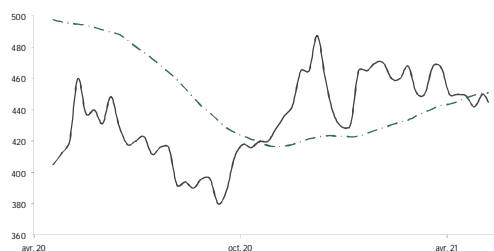
Cours au 21 05 21 : MAD 444,3

Capitalisation boursière: M MAD 4 834,5

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
PNB consolidé	2 402,5	2 381,3	2 473,5	2 576,9
RBE	1 110,9	1 061,3	1 063,6	1 133,9
Coût du risque	-321,1	-721,7	-619,2	-407,0
Coefficient d'exploitation	53,8%	55,4%	57,0%	56,0%
Résultat avant impôts	823,4	339,6	544,4	826,8
RNPG	508,8	190,3	341,5	506,4
Fonds propres part du groupe	5 517,0	5 665,3	5 957,3	6 273,3
ROE	9,2%	3,4%	5,7%	8,1%
Créances non perf/créances totales	8,0%	9,3%	8,9%	8,7%
Taux de couverture des non performants	80,7%	75,7%	82,8%	80,7%
P/RBEPA	5,5x	4,7x	4,5x	4,3x
P/E	12,0x	26,2x	14,2x	9,5x
P/B	1,1x	0,9x	0,8x	0,8x
D/Y	3,3%	1,0%	3,9%	4,4%
RBEPA	102,1	97,5	97,7	104,2
BPA	46,8	17,5	31,4	46,5
Croissance de BPA	-13,6%	-62,6%	79,4%	48,3%
ANCPA	507,0	520,6	547,5	576,5
DPA	18,7	4,6	17,5	19,7

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 487,5 / 377,0

Codes : CDM.CS / CDM.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE
ACTIONNARIAT


CREDIT AGRICOLE SA	78,7%
Wafa ASSURANCE	10,7%
Flottant	10,6%

Profil : Au terme de l'année 2020 et à l'instar des Banques cotées, CDM affiche des réalisations en baisse (-62,6% du RNPG à M MAD 190,3), impactées principalement par la hausse du coût du risque (+2,2x) ainsi que par le Don au Fonds COVID-19 (M MAD 85). La Banque parvient, toutefois, à améliorer fortement ses réalisations au T1 2021 à travers notamment la non-réurrence de la contribution au Fonds spécial de gestion de la pandémie, ayant conduit à une croissance à deux chiffres de son RNPG (+25,3%).

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Adossement au Groupe français CREDIT AGRICOLE SA, permettant des possibilités de refinancement à des conditions avantageuses ; Accélération sur le digital pour répondre aux attentes accrues des clients sur les services d'e-banking, de mobile banking ou encore de paiement mobile (augmentation de +25% du taux d'usage) ; Ratio de solvabilité (14,96%) et Tier 1 (11,91%) confortables en 2020. 	<ul style="list-style-type: none"> Stratégie fortement dépendante de la maison mère et champs d'action limité au Maroc en raison de l'absence de relais de croissance en dehors du marché local ; Des investissements futurs très importants (MAD 1 Md à horizon 2023).
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Possibilité d'effectuer des reprises à Moyen/Long terme suite à la constitution de provisions importantes par les Banques en 2020 (+2,4x du coût du risque soit une enveloppe globale de + MAD 17,7 Md), dans le cas d'une reprise économique confirmée ; Marge de manœuvre importante au volet réglementaire suite à la prorogation par BAM de 12 mois supplémentaires de l'assouplissement des règles prudentielles portant sur la fixation des seuils réglementaires à 8,5% pour le ratio Tier 1 et à 11,5% pour le ratio de solvabilité global ; Possibilité de réalisation de Plus-Value en 2021 en cas d'un apport d'actifs à des OPCI / Titrisation ou de produits de cession en cas d'externalisation des parts détenus dans un OPCI. 	<ul style="list-style-type: none"> Probable montée des impayés en 2021 ; Dégradation de la note souveraine du Royaume par STANDARD & POOR'S pouvant entraîner une hausse du coût de refinancement des Banques marocaines ; Entrée en vigueur de la circulaire relative aux datations de paiement et ventes à réméré.

Recommandation : Crédit du Maroc devrait poursuivre la mise en œuvre de son plan d'investissement TAJDID de plus de MAD 1 Md, à travers :

- La poursuite de la construction du nouveau siège « les Arènes », symbole de la transformation du Crédit du Maroc, au-delà du projet immobilier (Déménagement prévu en 2022) ;
- La mise en production en 2023 d'un nouveau core banking system pour un fonctionnement au quotidien sécurisé et une agilité renforcée ;
- La modernisation du réseau entre 2021 et 2023 via un nouveau modèle de distribution 100% humain, 100% digital ;
- Et, l'accélération entre 2021 et 2023 sur le digital pour une expérience client optimale.

Selon la Banque, ce plan d'investissement devrait générer une croissance du PNB supérieure à 10% à horizon 2023.

À acheter compte tenu des perspectives prometteuses devant se présenter pour la Banque et de la forte baisse du cours (-19,64% depuis début 2020).

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmce.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmce.ma

CIH BANK
BANQUES

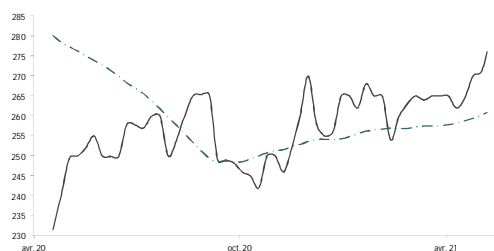
Cours au 21 05 21 : MAD 279,0

Capitalisation boursière: M MAD 7 901,2

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
PNB consolidé	2 501,9	2 759,7	3 027,0	3 418,5
RBE	941,7	1 063,8	1 422,7	1 538,3
Coût du risque	-249,9	-996,6	-952,3	-692,0
Coefficient d'exploitation	62,4%	61,5%	53,0%	55,0%
Résultat avant impôts	734,3	112,1	537,4	873,3
RNPG	426,4	80,7	304,4	485,7
Fonds propres part du groupe	5 117,1	4 912,0	4 989,9	5 135,7
ROE	8,3%	1,6%	6,1%	9,5%
Créances non perf/créances totales	7,5%	7,3%	7,2%	7,0%
Taux de couverture des non performants	50,9%	49,9%	52,0%	53,7%
P/RBEP	9,0x	6,8x	5,6x	5,1x
P/E	19,9x	89,6x	26,0x	16,3x
P/B	1,7x	1,5x	1,6x	1,5x
D/Y	4,7%	3,1%	4,3%	5,0%
RBEP	33,2	37,6	50,2	54,3
BPA	15,1	2,8	10,7	17,1
Croissance de BPA	-12,0%	-81,1%	277,5%	59,6%
ANCPA	180,7	173,4	176,2	181,3
DPA	14,0	8,0	12,0	14,0

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 279,0 / 240,0

Codes : CIH.CS / CIH.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE
ACTIONNARIAT


MCM	61,9%
Flottant	20,0%
HOLMARCOM	12,1%
Autres	6,0%

Profil : En dépit du contexte difficile, CIH BANK fait preuve en 2020 d'une dynamique commerciale hors pair se traduisant par une hausse de +18,6% des crédits à la clientèle à MAD 63 Md et de +20,5% des dépôts à MAD 53,7 Md et conduisant à une progression de +10% du PNB. Toutefois et en raison des impacts de la crise sanitaire, la capacité bénéficiaire ressort en forte baisse de -81% à M MAD 80,7.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Adossement au Groupe CDG ; Expertise développée sur l'immobilier ; Précurseur dans le développement du processus de digitalisation et lancement de sa solution de paiement mobile « WEPAY » ; Un ratio de solvabilité confortable (15,10% sur base Consolidée à fin 2020) ; Gisement synergétique avec les filiales ; Bon positionnement en termes de finance participative à travers sa filiale dont l'encours de crédit se situe à MAD 3,3 Md (une pdm de 25%). 	<ul style="list-style-type: none"> Un niveau faible du ratio CET 1 (7,54%) ; Difficultés pour se désengager des hôtels dans le contexte actuel ; Une évolution erratique du coût du risque selon les années.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Possibilité d'effectuer des reprises à Moyen/Long terme suite à la constitution de provisions importantes par les Banques en 2020 (+2,4x du coût du risque soit une enveloppe globale de + MAD 17,7 Md), dans le cas d'une reprise économique confirmée ; Marge de manœuvre importante au volet réglementaire suite à la prorogation par BAM de 12 mois supplémentaires de l'assouplissement des règles prudentielles portant sur la fixation des seuils réglementaires à 8,5% pour le ratio Tier 1 et à 11,5% pour le ratio de solvabilité global ; Possibilité de réalisation de Plus-Value en 2021 en cas d'un apport d'actifs à des OPCI / Titrisation ou de produits de cession en cas d'externalisation des parts détenus dans un OPCI. 	<ul style="list-style-type: none"> Probable montée des impayés en 2021 ; Dégradation de la note souveraine du Royaume par STANDARD & POOR'S pouvant entraîner une hausse du coût de refinancement des Banques marocaines ; Entrée en vigueur de la circulaire relative aux datations de paiement et ventes à réméré.

Recommandation : En termes de perspectives, CIH BANK devrait afficher une hausse de +3,8x de son RNPG à M MAD 304,4, profitant de :

- La poursuite de sa stratégie agressive de conquête de la clientèle jeune et de digitalisation des process devant dynamiser son activité commerciale et conduire à une hausse de +9,7% de son PNB ;
- L'allègement de son coût du risque (-4,4%) suite à l'adoption d'une politique de provisionnement anticipative et prudente ;
- Et, la non-récurrence du Don au Fonds COVID-19 (M MAD 150).

A conserver.

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

CIMENTS DU MAROC
Conserver

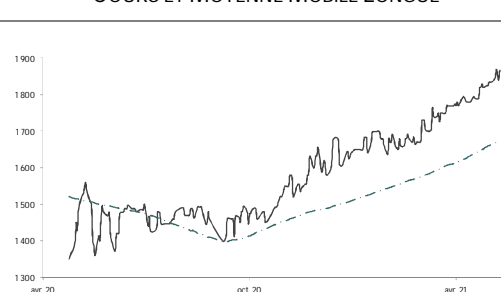
Objectif de cours : MAD 1714

CONSTRUCTION, MATERIAUX & INFRASTRUCTURE

Cours au 21 05 21 : MAD 1 868,0

Capitalisation boursière: M MAD 26 966,5

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	3 998,0	3 701,6	4 025,9	4 207,1
EBITDA Consolidé	2 025,1	1 828,7	1 976,7	2 069,9
Marge d'EBITDA	50,7%	49,4%	49,1%	49,2%
EBIT Consolidé	1 481,0	1 349,3	1 405,0	1 477,1
Marge d'EBIT	37,0%	36,5%	34,9%	35,1%
RNPG	1 065,2	709,1	916,7	1 014,9
Dettes nettes	(2 620,7)	(1 623,8)	(843,2)	(481,2)
Gearing	ns	ns	ns	ns
ROCE	43,1%	35,2%	31,6%	31,5%
VE/CA	5,3x	6,1x	6,5x	6,3x
VE/EBITDA	10,5x	12,4x	13,2x	12,8x
VE/Capitaux employés	8,9x	8,4x	8,4x	8,1x
BPA	73,8	49,1	63,5	70,3
P/E	22,5x	34,2x	29,4x	26,6x
P/B	5,0x	6,0x	7,4x	7,8x
DPA	100,0	90,0	85,0	85,0
D/Y	6,0%	5,4%	4,6%	4,6%
+Haut/ +Bas 12 mois : MAD 1870,0 / 1360,0				
Codes : SCM.CS / CMA.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

COCIMAR	47,5%
Flottant	23,5%
Autres	20,7%
CIMR	8,3%

Profil : Filiale du Groupe allemand HEIDELBERGCEMENT AG et deuxième cimentier du Royaume avec une part de Marché de près de 24%, CIMENTS DU MAROC opère principalement dans la région Sud du pays et dispose d'une capacité de production de 4,6 MT.

En 2020 et dans un contexte inédit, CIMENTS DU MAROC parvient à limiter la baisse son chiffre d'affaires à seulement -7,4% à M MAD 3 701,6 (vs. -10,9% pour le marché national) pour un RNPG en dégradation de -33,4% à M MAD 709,1, impacté par la contribution exceptionnelle au fonds COVID-19 de M MAD 100 en brut.

Forces	Faiblesses
--------	------------

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> Renforcement de son maillage territorial avec l'acquisition d'ATLANTIC CEMENT (province de Settat) et de CIMSUD (unité de broyage à Laâyoune) ; Situation financière saine ; Présence récurrente sur des opérations d'exportation de clinker qui ont dépassé le 1 MT en 2020 selon nos estimations (+48% y-o-y) ; Adossement au leader mondial des matériaux de construction HEIDELBERGCEMENT AG ; Rendement de dividendes des plus intéressants du Marché (5,4% en 2020 et 4,6% en 2021^f). | <ul style="list-style-type: none"> Niveau de marge assez volatile ; Eloignement du Centre et du Nord fortement consommateurs de ciment en attendant la confirmation d'une nouvelle usine à Settat (post reprise ATLANTIC CEMENT) ; Marge de manœuvre stratégique pouvant être limitée par son adossement à HEIDELBERGCEMENT AG. |
|--|--|

Opportunités	Menaces
--------------	---------

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> Expectative de la mise en place de mesures incitatives afin de stimuler la demande en biens immobiliers ; Eventuelle dynamisation de la région Sud suite aux investissements étrangers attendus ; Développement de l'activité export pouvant rattraper partiellement la morosité du Marché local. | <ul style="list-style-type: none"> Dépendance au cours du petcoke ; Ouverture prochaine par LAFARGEHOLCIM MAROC d'une unité de production dans la région d'Agadir induisant une augmentation de la surcapacité de production déjà conséquente ; Forte corrélation avec le secteur immobilier qui représente 75% des écoulements. |
|---|---|

Recommandation : En terme commercial, CIMENTS DU MAROC a été la valeur du secteur des matériaux de construction la plus résiliente face à la crise. Sur le plan opérationnel, les marges se sont stabilisées même si elles demeurent inférieures à celles affichées par LHM, vraisemblablement en raison de l'importance des exportations de clinker.

Dans les années à venir, la société devra faire face à une intensification de la concurrence, notamment avec l'entrée de LHM dans la zone Sud, principale région d'influence de CIMAR et ce, dans un marché caractérisé par une surcapacité structurelle. **Nous recommandons de conserver la valeur compte tenu de son niveau de rendement élevé.**

Dounia FILALI	+212 5 22 42 78 23	d.filali@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

COSUMAR
Accumuler

Objectif de cours : MAD 295

AGROALIMENTAIRE & BOISSONS

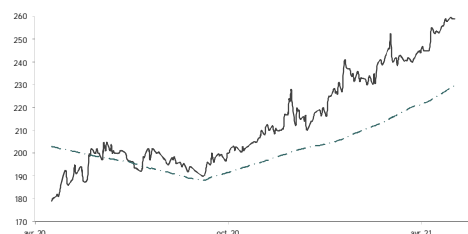
Cours au 21/05/21 : MAD 255

Capitalisation boursière : M MAD 24 094,2

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	8 211,5	8 630,0	8 983,8	9 585,7
EBITDA	1 839,7	1 829,6	1 922,0	2 080,8
Marge d'EBITDA	22,4%	21,2%	21,4%	21,7%
EBIT	1 455,5	1 414,5	1 562,6	1 697,3
Marge opérationnelle	17,7%	16,4%	17,4%	17,7%
RNPG	924,0	809,8	942,6	1 063,1
Dette nette	1 098,7	1 614,0	1 581,7	1 468,0
Gearing	21,6%	30,5%	28,0%	24,5%
ROCE	23,6%	22,4%	23,3%	24,1%
VE/CA	2,7x	2,5x	2,9x	2,7x
VE/EBITDA	11,8x	11,7x	13,4x	12,3x
VE/Capitaux employés	3,5x	3,4x	3,8x	3,6x
BPA	9,8	8,6	10,0	11,3
P/E	22,4x	24,5x	25,6x	22,7x
P/B	4,1x	3,8x	4,3x	4,0x
DPA	7,0	6,0	7,0	8,0
D/Y	3,2%	2,9%	2,7%	3,1%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 264,9 / 185,0

Codes: CSR.CS / CSR.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

Divers actionnaires	32,3%
WILMAR SUGAR HOLDINGS	27,4%
Flottant	27,4%
CIMR	12,8%

Profil : Unique producteur sucrier national, COSUMAR est doté d'une capacité de production globale de 2,05 millions de tonnes par an de sucre blanc raffiné à fin 2020, lui permettant de couvrir les besoins locaux et de renforcer son offre à l'export.

A l'issue de l'année 2020, COSUMAR affiche des réalisations commerciales bien orientées avec un chiffre d'affaires consolidé en appréciation de +5,1% à M MAD 8 630 comparativement à 2019, cette évolution est principalement expliquée par :

- ▶ La hausse de +25% à 647 kT des volumes exportés sous le régime d'admission temporaire et hors système de compensation et ce, dans un contexte international favorable...
- ▶ ... Compensant le repli du marché local, ayant été impacté par le recul de la consommation des CHR en lien avec la crise sanitaire de la COVID-19.

Concernant le RNPG, celui-ci enregistre un recul de -12,3% à M MAD 810.

Forces

- Positionnement monopolistique sur le marché marocain du sucre ;
- Contrôle total de l'amont agricole au Maroc sécurisant ainsi une partie de ses approvisionnements ;
- Un dispositif industriel important, situé stratégiquement à proximité des cultures sucrières et du port de Casablanca permettant une optimisation des coûts logistiques ;
- Réduction significative de sa facture énergétique depuis son passage au charbon propre.

Faiblesses

- Faibles marges sur les exportations ;
- Difficulté à remporter certains appels d'offre au niveau du continent africain.

Opportunités

- Lancement imminent de DURRAH SUGAR REFINERY, en Arabie Saoudite (taux de réalisation de 98%), dans laquelle COSUMAR est co-investisseur à hauteur de 43,28% ;
- Démarrage en janvier 2020 de sa filiale en Guinée Conakry spécialisée dans le conditionnement de sucre blanc, COMAGUIS ;
- Mise à niveau du secteur à travers la signature du contrat-programme Etat-FIMASUCRE ;
- Contribution attendue de la nouvelle raffinerie DURRAH en Arabie Saoudite au niveau du chiffre d'affaires consolidé du Groupe.

Menaces

- Poursuite de la baisse de la consommation, notamment des clients CHR compte tenu des mesures restrictives toujours en vigueur ;
- Probable refonte du cadre réglementaire avec une éventuelle suppression de la subvention sur le sucre ;
- Forte fluctuation de la prime de blanc à l'international.

Recommandation : Pour COSUMAR, nous tablons sur des réalisations bien orientées intégrant :

- ▶ Une demande à l'export qui demeure soutenue, notamment à destination de l'Europe de l'Est et de l'Afrique de l'Ouest ;
- ▶ Une amélioration attendue de la demande locale à compter du S2 2021 suite à un allègement prévu des mesures restrictives ayant impacté l'activité des clients industriels et CHR ;
- ▶ Et, un CA additionnel devant être réalisé par la nouvelle raffinerie DURRAH en Arabie Saoudite.

Compte tenu des éléments précités, nous recommandons de d'accumuler le titre CSR.

Soufiane DADA	+212 5 22 42 78 24	s.dada@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

DELTA HOLDING

Conserver

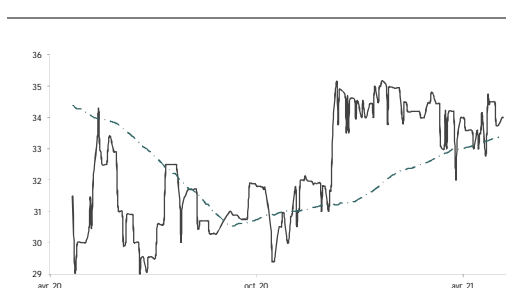
Objectif de cours : MAD 36

HOLDING

Cours au 21 05 21 : MAD 33,5

Capitalisation boursière: M MAD 2 934,6

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	2 953,1	2 505,7	2 560,6	2 627,5
EBITDA Consolidé	548,0	395,5	431,9	419,9
Marge d'EBITDA	18,6%	15,8%	16,9%	16,0%
EBIT Consolidé	427,5	277,2	287,9	297,9
Marge d'EBIT	14,5%	11,1%	11,2%	11,3%
RNPG	220,4	157,3	161,0	168,2
Dette nette	456,8	431,2	253,7	217,8
Gearing	21,9%	19,6%	10,7%	8,9%
ROCE	11,8%	7,3%	7,7%	7,8%
VE/CA	1,2x	1,4x	1,2x	1,2x
VE/EBITDA	6,3x	8,8x	7,4x	7,5x
VE/Capitaux employés	1,4x	1,3x	1,2x	1,2x
BPA	2,5	1,8	1,8	1,9
P/E	13,6x	19,4x	18,2x	17,4x
P/B	1,6x	1,5x	1,3x	1,3x
DPA	0,0	0,0	1,3	2,0
D/Y	0,0%	0,0%	3,9%	6,0%
+Haut/ +Bas 12 mois : MAD 35,2 / 29,0				
Codes : DHO.CS / DHO.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

HF INTERNATIONAL	69,6%
Flottant	19,3%
CIMR	6,1%
Autres	5,0%

Profil : DELTA HOLDING est un Groupe fondé en 1974, dont l'activité s'articule autour des métiers de l'infrastructure, l'eau, l'environnement, la métallurgie et la parachimie à travers notamment 38 filiales implantées dans le Royaume et à l'international.

En 2020, le chiffre d'affaires du Holding enregistre un recul de -15% à M MAD 2 505,7, en raison des impacts de la Covid-19 sur les exportations et l'avancement de ses projets pour un RNPG en chute de -29% à M MAD 157,3.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Positionnement sur des secteurs d'activités stratégiques et à fort potentiel ; Vivier de brevets industriels important ; Augmentation de la demande en éthanol dans un contexte de crise sanitaire. 	<ul style="list-style-type: none"> Une prédominance de la clientèle étatique entraînant un alourdissement du BFR (M MAD 1 666 à fin 2020).
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Ambition de développement de cavité de stockage notamment de pétrole raffiné d'une capacité de 1 Mm3 (500 m de profondeur) devant représenter un relais de croissance intéressant ; Volonté de construction de dépôt pour stockage stratégique de l'éthanol (utilisé notamment dans les industries chimiques et médicales) devant permettre l'extension des capacités de production des filiales SOTRAMEG et ETHANOL de 2x à 2,5x. 	<ul style="list-style-type: none"> Retards de paiement des créances étatiques ; Recul du budget d'investissement de l'Etat dédié aux projets d'infrastructures (une moyenne de K MAD 400 pour les appels d'offres contre M MAD 2-3 auparavant).

Recommandation : En 2021, DELTA HOLDING devrait poursuivre sa stratégie de développement ainsi que de renforcement de ses performances à travers :

- La montée en puissance de l'activité hydraulique (représentant 19% du CA global) via (i) la dynamisation de la stratégie de l'eau par l'aménagement des infrastructures hydrauliques et (ii) l'extension des réseaux d'eau potable et d'assainissement ;
- Le renforcement du volet infrastructures (représentant 41% des revenus) suite au développement du réseau routier et autoroutier ;
- La consolidation de l'activité parachimie (12% du CA global) dans le sillage de la poursuite de la réalisation d'installations de fluides médicaux pour les hôpitaux et cliniques ainsi que leur approvisionnement en oxygène et appareils de respiration ;
- Et, la détention d'un carnet de commandes de MAD 2 Md, représentant 10 mois de chiffre d'affaires.

Pour l'année 2021, nous tablons pour DELTA HOLDING sur la réalisation d'un CA de M MAD 2 560,6 (+2,2%) et d'un RNPG de M MAD 161 (+2,5%). A Conserver.

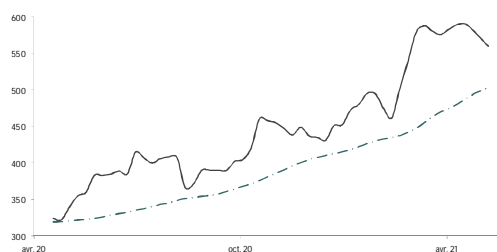
Imane Foual	+212 5 22 42 78 28	i.foual@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

DISWAY
Achat
Objectif de cours : MAD 665
LOGICIELS & SERVICES INFORMATIQUES

Cours au 21 05 21 : MAD 545,0

Capitalisation boursière: M MAD 1 027,7

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	1 622,5	1 709,2	1 786,1	1 866,5
EBITDA Consolidé	119,9	128,8	142,9	147,5
Marge d'EBITDA	7,4%	7,5%	8,0%	7,9%
EBIT Consolidé	105,2	117,3	121,1	134,2
Marge d'EBIT	6,5%	6,9%	6,8%	7,2%
RNPG	68,2	84,6	80,7	89,8
Dettes nettes	107,7	(87,7)	(148,6)	(128,0)
Gearing	16,3%	ns	ns	ns
ROCE	9,6%	13,5%	15,4%	15,7%
VE/CA	0,5x	0,4x	0,5x	0,5x
VE/EBITDA	6,1x	5,6x	6,2x	6,1x
VE/Capitaux employés	1,0x	1,2x	1,6x	1,5x
BPA	36,2	44,8	42,8	47,6
P/E	9,2x	9,6x	12,7x	11,5x
P/B	1,0x	1,2x	1,5x	1,4x
DPA	28,0	35,0	35,0	35,0
D/Y	8,4%	8,1%	6,4%	6,4%
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 594,9 / 322,0				
Codes : DWAY.CS / DWAY.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

Flottant	37,2%
Autres actionnaires	16,8%
HAKAM ABDELLATIF FINANCE SA	11,6%
Groupe AZIM	7,4%
Millenium Ventures	7,4%
RADI BENJELLOUN Karim	7,3%
BELMAACHI Najib Hakim	7,0%
Groupe ANACLETO	5,5%

Profil : DISWAY est le 1^{er} opérateur de la distribution en gros de matériel informatique et Télécom au Maroc. Le Groupe dispose d'un portefeuille de marques diversifié (grands éditeurs et constructeurs informatiques), une gamme complète de produits et d'accessoires ainsi qu'une offre logistique de classe mondiale.

DISWAY enregistre, au terme de 2020, un chiffre d'affaires consolidé en progression de +5,3% en y-o-y à M MAD 1 709,2 profitant notamment de la reprise du marché après la période de confinement. En effet, l'engouement de la demande pour le matériel informatique couplé à l'arrêt d'activité des fabricants internationaux durant cette période ont induit un manque de disponibilité sur certains produits, limitant ainsi la progression du CA essentiellement sur le T2 2020. In fine, le RNPG 2020 de l'opérateur ressort en progression de +4% à M MAD 84,6.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Renforcement de l'activité logistique avec le développement de nouvelles plateformes ; Positionnement sur de nouveaux segments notamment le Cloud, les vidéos-collaboration et le photovoltaïque ; Investissements dans l'amélioration de la performance opérationnelle notamment via la mise en place de systèmes IT (ERP, CRM, Plateformes e-commerce, etc.) ; Un dividend yield attrayant de près de 8,1% en 2020, bien supérieur à celui du marché ; Politique volontariste visant à réduire le risque client et à renforcer les marges. 	<ul style="list-style-type: none"> Forte dépendance des marchés publics au niveau national.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Développement des activités logistiques au Maroc ; Besoins naissants en sécurité et stockage informatique ; Potentiel du photovoltaïque à moyen terme notamment pour le résidentiel. 	<ul style="list-style-type: none"> Manque de disponibilité de certaines composantes électroniques pouvant induire des pénuries ; Montée en puissance des produits compatibles au détriment des consommables (effet de cannibalisation) ; Faibles barrières à l'entrée permettant un renouvellement rapide de la concurrence ; Recrudescence importante de l'informel dans le domaine du consommable.

Recommandation : Opérant dans un secteur fortement sollicité par l'ensemble du tissu économique, DISWAY semble bien positionnée sur plusieurs axes stratégiques devant lui permettre de consolider son leadership, notamment grâce :

- Au maintien de la demande pour le matériel informatique comme en témoigne la hausse de +7% de son CA au Maroc au T1 2021 avec la concrétisation de projets réceptionnés courant cette période ;
- A sa politique d'approvisionnement judicieuse déclenchée au T2 2020 lui ayant permis de pallier aux pénuries de produits, notamment suite à la hausse de la demande mondiale et au manque de certaines composantes électroniques ;
- Au développement de son activité logistique notamment à travers l'acquisition d'une nouvelle plateforme à Skhirat sur un terrain de 24 000 m² ;
- A son positionnement sur le photovoltaïque dont la demande devrait se renforcer davantage compte tenu de la réduction continue des coûts de production (conclusion de plusieurs contrats industriels en début 2021) ;
- A la poursuite de sa diversification vers les services Cloud qui suscitent l'intérêt de plusieurs sociétés aujourd'hui compte tenu des besoins de stockage, de partage à distance et de dématérialisation des postes de travail ;
- Et, à son ambition de développer en interne l'activité Sécurité qui devrait démarrer courant 2021.

Valorisée par nos soins à MAD 665, nous recommandons d'acheter le titre.

Hassan Mezrioui	+212 5 22 42 78 22	h.mezrioui@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

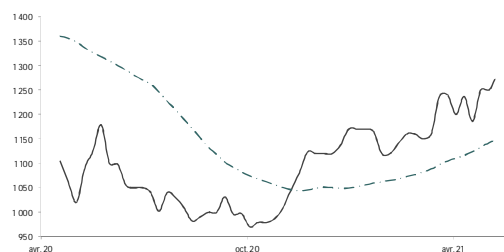
SERVICES FINANCIERS

Cours au 21 05 21 : MAD 1 208,0

Capitalisation boursière: M MAD 2 017,7

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
PNB	542,6	494,1	500,6	532,4
RBE	299,2	260,7	274,9	293,9
Dot. Nettes des rep. De prov sur CES	-72,2	-145,8	-124,5	-113,3
Coefficient d'exploitation	44,9%	47,3%	45,1%	44,8%
Résultat avant impôts	215,7	70,5	143,4	182,6
Résultat Net	135,0	34,4	93,2	126,0
Fonds propres part du groupe	1 484,6	1 519,0	1 503,6	1 537,7
ROE	9,1%	2,3%	6,2%	8,2%
Créances non perf/créances totales	13,6%	17,2%	16,0%	14,5%
Taux de couverture des non performants	83,4%	76,3%	83,1%	83,8%
P/RBEP	7,4x	7,2x	7,3x	6,9x
P/E	16,3x	54,4x	21,7x	16,0x
P/B	1,5x	1,2x	1,3x	1,3x
D/Y	0,0%	5,8%	4,6%	6,2%
RBEP	179,1	156,1	164,6	175,9
BPA	80,9	20,6	55,8	75,4
Croissance de BPA	3,1%	-74,5%	171,0%	35,2%
ANCPA	888,9	909,5	900,2	920,7
DPA	0,0	65,0	55,0	75,0
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 1272,0 / 970,0				

Codes : EQDM.CS / EQD MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

SGMB	53,7%
RCAR	16,9%
Flottant	15,1%
Autres/Others	14,3%

Profil : Dotée d'une part de marché de 19,5% en termes d'encours bruts au S1 2020, EQDOM occupe la 2^{ème} position du secteur du crédit à la consommation au Maroc. En termes de réalisations, la société affiche un RN en baisse de -74,5% à M MAD 34,4 en raison principalement de la hausse de +2x du coût du risque à M MAD 145,8 suite aux effets de la crise sanitaire notamment sur l'Automobile et le prêt personnel.

Forces

- Une notoriété importante provenant de sa popularité auprès des ménages marocains, notamment les fonctionnaires et les retraités ;
- Un ratio de solvabilité très confortable (20,28% au S1 2020) ;
- Nouvelle dynamique commerciale devant émaner de la mise en place d'une politique de transformation et de la création d'une nouvelle Business Line baptisée SOGECONSO ;
- Conquête de nouveaux clients grâce à la mise en place d'une stratégie de digitalisation ;
- Développement des activités de prestations pour compte de tiers.

Faiblesses

- Un taux du coût du risque élevé sur les 5 prochaines années (une moyenne de 1,13%) comparativement à l'historique (0,8% en 2019) suite à la croissance attendue de l'encours des crédits à la consommation et à la diversification de l'activité.

Opportunités

- Reprise de la convention avec la Caisse Marocaine des Retraites ;
- Amélioration de la rentabilité en lien avec la suppression de la LOA à 0% ;
- Reprise attendue de l'Automobile en lien avec l'amélioration de la situation économique.

Menaces

- Forte concurrence sectorielle ;
- Montée des impayés attendue en 2021.

Recommandation : L'année 2021 devrait voir la poursuite de la politique de transformation d'EQDOM autour de 4 axes principaux :

- Le déploiement des stratégies de reconquête des Business Lines « Crédit Personnel » et « Automobile » ;
- Lancement de sa nouvelle stratégie digitale ayant notamment pour objectif de rajeunir la marque EQDOM ;
- Et, la transformation industrielle de la société à travers le pilotage rapproché des coûts et de la qualité.

En termes de réalisations financières, la capacité bénéficiaire d'EQDOM devrait s'améliorer de +2,7x à M MAD 93,2 en 2021^e grâce principalement à la baisse du coût du risque (-14,5%) et à la non-réurrence du Don au Fonds COVID-19 (M MAD 10).

A conserver.

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

LOGICIELS & SERVICES INFORMATIQUES

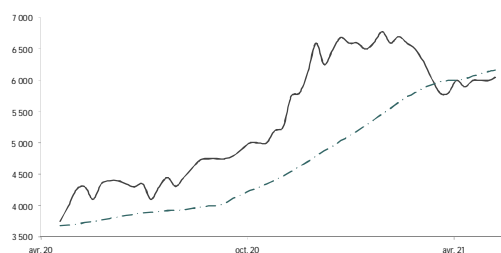
Cours au 21 05 21 : MAD 6 050,0

Capitalisation boursière: M MAD 4 256,8

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	683,7	674,1	801,5	893,3
EBITDA Consolidé	147,8	141,0	172,3	180,4
Marge d'EBITDA	21,6%	20,9%	21,5%	20,2%
EBIT Consolidé	126,9	120,5	145,9	163,8
Marge d'EBIT	18,6%	17,9%	18,2%	18,3%
RNPG	93,8	84,4	109,0	122,4
Dettes nettes	(21,5)	(111,6)	(124,4)	(192,1)
Gearing	ns	ns	ns	ns
ROCE	22,4%	21,8%	23,0%	24,7%
VE/CA	3,8x	6,6x	5,2x	4,6x
VE/EBITDA	17,7x	31,6x	24,0x	22,5x
VE/Capitaux employés	6,6x	11,5x	9,3x	8,8x
BPA	133,3	119,9	154,9	174,0
P/E	28,1x	54,1x	39,1x	34,8x
P/B	6,4x	9,2x	7,5x	6,5x
DPA	0,0	50,0	50,0	50,0
D/Y	0,0%	0,8%	0,8%	0,8%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 6880,0 / 3991,0

Codes : HPS.CS / HPS.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

Flottant	42,8%
Autres Actionnaires	21,6%
HORANI Mohamed	9,0%
KHALLOUQUI Samir	8,9%
ALAOUI SMALI Abessalam	8,9%
SABBAHE Driss	8,9%

Profil : Opérateur de référence de l'industrie monétique, HPS fournit des solutions et des services axés sur le paiement électronique depuis plus de 20 ans. Le Groupe est présent dans près de 93 pays et accompagne 350 institutions à travers le monde.

A l'issue d'un exercice 2020 marqué par la crise sanitaire, HPS enregistre des produits d'exploitation en progression de +1,2% à M MAD 728,5, tirés essentiellement par le segment Processing (+46,5% à M MAD 98,2). En revanche, le RNPG d'HPS accuse une baisse de -10% à M MAD 84,4 intégrant notamment un résultat financier qui creuse son déficit de -3x à M MAD -19,1.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Un Management aguerri constitué de spécialistes en IT ; Des revenus récurrents permettant de sécuriser une part importante de son chiffre d'affaires (64%) ; Une expérience confirmée dans le domaine du Mobile Paiement ; Un développement en interne de technologies à forte valeur ajoutée (Blockchain, AI, etc.) ; Des investissements massifs en R&D (18% des revenus Solutions) ; Positionnement renforcé sur le marché africain avec l'acquisition de sa filiale ICPS (synergies importantes). 	<ul style="list-style-type: none"> Des charges salariales élevées... ...Et, comptabilisation de ses dépenses en R&D en charges (plutôt qu'en immobilisation) induisant une réduction de ses niveaux de marges ; Une valeur éventuellement opéable avec un flottant de 52% et cible potentielle pour les opérateurs internationaux ; Renforcement du poids de l'activité Processing à marge moins importante.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Potentiel important du paiement mobile au Maroc et en Afrique devant accélérer l'activité Switching et, par conséquent, le Processing ; Changement du comportement des consommateurs au profit des canaux digitaux ; Renforcement de la demande pour les paiements par Code QR au niveau international. 	<ul style="list-style-type: none"> Retard possible de la livraison de certains projets en raison des contraintes de travail liées au COVID ; Impact de la crise sur la situation financière des clients de HPS ; Taux de bancarisation élevé au Maroc pouvant constituer un frein pour le mobile payment sur le segment B to C ; Risques de sécurité dans le processus de paiement.

Recommandation : Avec la fermeture des piliers traditionnels de la vie économique dans le sillage de la crise COVID-19, l'utilisation des nouvelles technologies de paiement s'avère nécessaire, comme en atteste notamment la forte progression de l'activité monétique aussi bien en 2020 qu'au T1 2021.

Dans ce contexte, HPS devrait poursuivre sa croissance sur les années à venir, profitant notamment :

- De l'engouement des consommateurs pour les moyens de paiement dématérialisé (Contact-less, Mobile Payment, etc.) ;
- De la signature de plusieurs contrats internationaux et le développement de plusieurs partenariats stratégiques lui permettant de limiter ses risques via une diversification géographique importante ;
- De sa stratégie de croissance agressive et dynamique devant lui permettre de profiter pleinement de l'essor des nouvelles technologies de paiement à travers le monde, notamment sur le Processing avec le rachat d'ICPS à Maurice ou encore sur la supervision et télégestion des systèmes avec IPRC ;
- La diversité de ses modèles d'affaires (transactionnel, licences, SaaS, etc.) ;
- Et, un carnet de commandes bien fourni pour les prochaines années ;

Ceci étant, nous estimons que le cours actuel intègre déjà ces perspectives, d'où notre recommandation de Conserver le titre.

Hassan Mezrioui	+212 5 22 42 78 22	h.mezrioui@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

LABEL' VIE
Accumuler
Objectif de cours : MAD 4 040
DISTRIBUTION ALIMENTAIRE

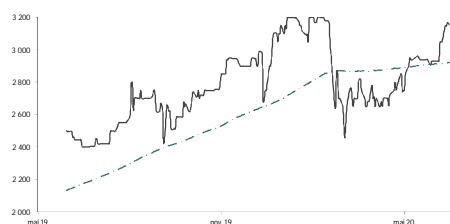
Cours au 21/05/21 : MAD 3 600

Capitalisation boursière : M MAD 10 220,3

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	10 395,8	11 012,4	11 624,2	12 600,2
EBITDA	788,8	910,2	964,8	1 071,0
Marge d'EBITDA	7,6%	8,3%	8,3%	8,5%
EBIT	465,7	540,6	565,2	630,0
Marge opérationnelle	4,5%	4,9%	4,9%	5,0%
RNPG	312,0	330,3	356,7	397,6
Dette nette	2 293,2	2 262,4	2 107,1	2 559,0
Gearing	114,8%	105,5%	95,0%	116,3%
ROCE	10,8%	12,2%	13,0%	13,2%
VE/CA	1,0x	1,0x	1,1x	1,0x
VE/EBITDA	12,6x	12,5x	12,8x	11,9x
VE/Capitaux employés	2,3x	2,6x	2,8x	2,7x
BPA	109,9	116,3	125,6	140,1
P/E	24,4x	27,5x	28,7x	25,7x
P/B	3,8x	4,2x	4,6x	4,6x
DPA	56,0	56,0	56,0	56,0
D/Y	2,1%	1,8%	1,6%	1,6%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 3 650 / 2 740

Codes: LBV.CS / LBV.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

RETAIL HOLDING	50,8%
Flottant	37,1%
SAHAM ASSURANCE	8,3%
Divers actionnaires	3,8%

Profil : LABEL VIE est l'unique distributeur alimentaire coté à la Bourse de Casablanca avec une part de marché de 30,1% à fin 2020 sur la grande distribution moderne. Le Groupe est présent sur 3 segments : les supermarchés « CARREFOUR MARKET » (37% du CA global à fin 2020), les hyper cash « ATACADAO » (36%) et les hypers marchés « CARREFOUR » (23%).

Au terme de l'année 2020, le Groupe LABEL VIE affiche des réalisations commerciales en croissance avec un chiffre d'affaires consolidé en amélioration de +6% à M MAD 11 012. Cette hausse est principalement attribuable (i) à une appréciation de +12% des ventes du segment des supermarchés, (ii) à une croissance de +13% des revenus des hypermarchés et (iii) à une légère progression de +1% des revenus du segment des hyper cash.

En termes de rentabilité, le RNPG affiche une hausse de +5,9% à M MAD 330,3.

Forces

- Leader du segment des supermarchés au Maroc...
- ...grâce à un vaste réseau d'enseignes à travers le Royaume (109 magasins à fin 2020) ;
- Partenariat sous forme de franchise avec le distributeur français CARREFOUR dont la notoriété est reconnue.

Faiblesses

- Niveau d'endettement élevé avec un Gearing de 105,5% à fin 2020 ;
- Panier moyen encore faible au Maroc en attendant un nouveau palier de croissance de l'économie nationale ;
- Faible nombre d'hypermarchés CARREFOUR, segment qui pourrait générer d'importantes marges.

Opportunités

- Croissance continue du secteur de la grande distribution et de ses acteurs historiques, disposant d'un potentiel important de développement compte tenu d'un taux de pénétration qui demeure faible (entre 15% et 17%) ;
- Développement du nouveau canal e-commerce, devant être concrétisé par le lancement d'un nouveau service « courses en ligne » vers la fin de l'année en cours.

Menaces

- Environnement fortement concurrentiel avec la présence de grandes enseignes notamment MARJANE, ACIMA et le turc BIM ;
- Réduction de la cadence des ouvertures de nouveaux points de vente en 2020 et 2021, devant avoir un impact sur le rythme de croissance des revenus.

Recommandation : En 2021 et compte tenu de la résilience du Groupe face aux aléas de la crise sanitaire de la COVID-19, LABEL VIE devrait afficher des réalisations commerciales bien orientées (+5,6% à M MAD 11 624). Cette croissance comprend essentiellement :

- ▶ Une progression escomptée de +3,6% des ventes du segment supermarché « CARREFOUR MARKET », devant être atténuée par la non-réurrence de l'effet de surstockage ayant induit une forte hausse de la demande au cours de la période de confinement au T2 2020 ;
- ▶ Une hausse prévisionnelle de +4% du CA relatif au segment hypermarché « CARREFOUR » ;
- ▶ Et, une amélioration attendue de 3% des ventes du segment hyper cash « ATACADAO », intégrant notamment un ralentissement des ventes aux CHR, dont l'activité demeure perturbée par les mesures sanitaires toujours en vigueur.

Parallèlement, le Groupe devrait continuer de profiter de l'introduction en bourse de sa filiale ARADEI CAPITAL (en 2020), qui porte une grande partie de son foncier.

A accumuler

Soufiane DADA	+212 5 22 42 78 24	s.dada@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

LAFARGEHOLCIM MAROC
Accumuler

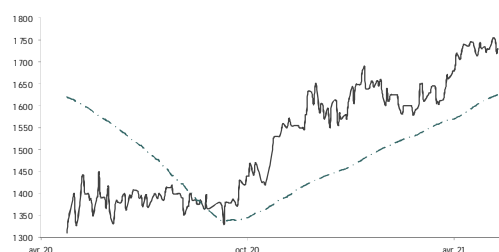
Objectif de cours : MAD 1 810

CONSTRUCTION, MATERIAUX & INFRASTRUCTURE

Cours au 21 05 21 : MAD 1 731,0

Capitalisation boursière: M MAD 40 559,5

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA consolidé	7 855,2	6 980,1	7 948,3	8 802,0
EBITDA	3 966,3	3 878,4	4 308,0	4 770,7
Marge d'EBITDA	50,5%	55,6%	54,2%	54,2%
EBIT	3 154,6	3 076,4	3 274,7	3 688,1
Marge d'EBIT	40,2%	44,1%	41,2%	41,9%
RNPG	1 700,7	1 492,2	1 945,8	2 363,0
Dettes nettes	6 860,8	5 902,3	9 856,2	5 831,2
Gearing	69,4%	55,7%	86,6%	47,7%
ROCE	11,6%	11,6%	9,7%	12,7%
VE/CA	6,4x	6,2x	6,3x	5,3x
VE/EBITDA	12,7x	11,2x	11,7x	9,7x
VE/Capitaux employés	2,7x	2,4x	2,2x	2,3x
BPA	72,6	63,7	83,0	100,8
P/E	25,5x	25,1x	20,8x	17,2x
P/B	4,4x	3,5x	3,6x	3,3x
DPA	320	500	651	791
D/Y	1,7%	3,1%	3,8%	4,6%
+Haut/ +Bas 12 mois : MAD 1755,0 / 1327,0				
Codes : LHM.CS / LFM.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

LAFARGE MAROC	64,7%
Flottant	27,8%
BID	7,0%
Autres actionnaires	0,5%

Profil : Avec l'inauguration de sa nouvelle cimenterie de 1,7 MT à Agadir, LHM conforte sa position de leader et porte ses capacités nominales à 11,9 Mt. L'opérateur est détenu à hauteur 65% par LAFARGE MAROC (filiale commune de LAFARGEHOLCIM et d'AL MADA).

Au terme de 2020, le chiffre d'affaires consolidé de LAFARGEHOLCIM MAROC se contracte de -11,1% à M MAD 6 980, en ligne avec le Marché national dont les ventes se sont repliées de -10,9% à 12,3 MT au moment où son résultat opérationnel affiche une baisse limitée à -2,2% pour se fixer à M MAD 3 878, profitant notamment d'une optimisation de ses performances commerciales et industrielles. Enfin et intégrant une importante contribution au fonds COVID-19, le RNPG se dégrade de -12,3% à M MAD 1 492.

Forces

- Adossement au leader mondial des matériaux de construction LAFARGEHOLCIM ;
- Position dominante sur le Marché et forte présence sur les régions Nord, Centre et Est du pays représentant plus de 65% de la consommation nationale ;
- Couverture de l'ensemble du territoire avec l'inauguration de l'usine d'Agadir prévue pour le S2 2021 ;
- Niveaux de marge solides et en constante amélioration sur les dernières années.

Faiblesses

- Forte dépendance au marché local et faible compétitivité à l'export.

Opportunités

- Expectative de la mise en place de mesures incitatives afin de stimuler la demande en biens immobiliers ;
- Eventuelle dynamisation de la région Sud suite aux investissements étrangers attendus ;
- Développement de l'activité export pouvant rattraper partiellement la morosité du Marché local.

Menaces

- Dépendance au cours du petcoke ;
- Augmentation de la surcapacité de production déjà conséquente (8 MT après l'ouverture de l'usine d'Agadir) ;
- Forte corrélation avec le secteur immobilier qui représente 75% des écoulements ;
- Acquisition d'ATLANTIC CEMENT et de CIMSUD par CIMENTS DU MAROC.

Recommandation : Après une année 2020 particulièrement difficile, l'activité de LAFARGEHOLCIM MAROC devrait redémarrer en 2021 profitant notamment (i) de la reprise attendue du secteur de la construction, (ii) de la poursuite des efforts d'optimisation des coûts entamées durant la pandémie et (iii) du démarrage de l'unité industrielle d'Agadir prévue pour le S2 2021 et qui devrait permettre d'adresser la zone Sud du Maroc et éventuellement l'export.

Toutefois compte tenu de sa forte corrélation avec le secteur immobilier, fragilisé par la crise sanitaire, nous demeurons néanmoins prudents vis-à-vis de la reprise définitive de l'industrie des matériaux de construction.

Accumuler.

Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma
Dounia FILALI	+212 5 22 42 78 23	d.filali@bmcek.co.ma

MANAGEM

Conserver

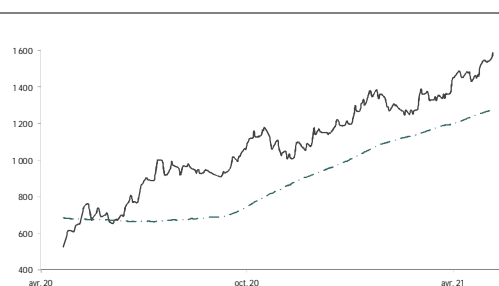
Objectif de cours : MAD 1 641

MINES

Cours au 21 05 21 : MAD 1 560,0

Capitalisation boursière: M MAD 15 586,4

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA consolidé	4 553,3	4 725,8	5 195,6	5 439,1
EBITDA	1 122,7	1 603,6	2 111,1	2 304,1
Marque d'EBITDA	24,7%	33,9%	40,6%	42,4%
EBIT	65,9	522,1	531,6	618,0
Marque d'EBIT	1,4%	11,0%	10,2%	11,4%
RNPG	(426,8)	224,9	255,8	269,9
Dettes nettes	4 454,9	5 469,5	3 159,1	2 671,9
Gearing	91,6%	121,7%	65,5%	53,5%
ROCE	0,5%	3,5%	4,6%	5,6%
VE/CA	2,8x	3,6x	3,6x	3,4x
VE/EBITDA	11,5x	10,6x	8,9x	7,9x
VE/Capitaux employés	1,3x	1,6x	2,3x	2,3x
BPA	(42,7)	22,5	25,6	27,0
P/E	ns	51,1x	60,9x	57,8x
P/B	19x	2,7x	3,4x	3,3x
DPA	0,0	0,0	10,0	10,0
D/Y	0,0%	0,0%	0,6%	0,6%
+Haut/ +Bas 12 mois : MAD 1596,0 / 610,0				
Codes : MNG.CS / MNG.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

AL MADA	81,4%
Flottant	10,3%
CIMR	8,3%

Profil : Créé en 1928, MANAGEM est le premier opérateur minier privé au Maroc opérant principalement dans la valorisation et l'exploitation minière (18,2% Or, 17,7% Argent, 26,3% cuivre) dans 9 pays d'Afrique à travers une multitude de filiales.

A fin 2020, le Groupe affiche des résultats consolidés bien orientés avec un chiffre d'affaires en hausse de +4% à M MAD 4 726 pour un RNPG de M MAD 225 contre M MAD -427 en 2019, suite à la non récurrence des provisions pour dépréciations exceptionnelles de certains actifs.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Diversification de portefeuille de minerais permettant au Groupe de profiter de la tendance haussière des cours de différents métaux ; Volonté à moyen terme de porter la part de l'or dans le CA global du Groupe à 50% (contre 18% en 2020) notamment avec le lancement prévu en 2021 de la mine de Tri K ; Projet cuprifère de Tizert représentant un relais de croissance important. 	<ul style="list-style-type: none"> Baisse des teneurs au niveau de certains gisements marocains.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Renforcement des cours des métaux de base suite à la hausse de la demande en Chine et la reprise graduelle de l'économie mondiale ; Stabilisation des cours des métaux précieux dans un contexte de crise sanitaire ; Recherche de nouveaux gisements notamment aurifères en Afrique. 	<ul style="list-style-type: none"> Fluctuation des cours des métaux ; Secteur à risques sociaux élevés ; Exposition au risque de change.

Recommandation : En 2021, MANAGEM devrait poursuivre sa stratégie de développement ainsi que d'amélioration de ses performances capitalisant sur :

- Le démarrage au S2 2021 de la production d'Or en Guinée (Projet TRI-K) avec une production estimée de 3,5 Tonnes par an à horizon 2023 ;
- Le développement de nouveaux projets au Soudan notamment la réalisation d'une extension des capacités de production de la mine de Gabgaba de 60 000 Oz à 200 000 Oz, dans le cadre du partenariat avec WANBAO MINING ;
- La consolidation du portefeuille de production de cuivre à travers l'exploitation en année pleine de la mine Pumpi (20% du capital) ;
- Poursuite de la tendance haussière des cours des métaux de base (Cuivre +37,4% en y-t-d et Cobalt +45,3% en y-t-d) suite à la reprise de l'industrie mondiale ;
- Stabilisation des cours des métaux précieux dans un contexte d'incertitude sur les perspectives post pandémiques.

A moyen terme, MANAGEM pourrait baisser ses charges de manière significative et ainsi afficher des niveaux de marges confortables grâce à la digitalisation totale des processus d'exploitation de ses mines notamment celles de TRI-K et de TIZERT.

Toutefois et compte tenu d'un niveau de PE élevé (60,9x en 2021 et 57,8x en 2022), nous recommandons de conserver la valeur dans les portefeuilles.

En 2021, nous tablons pour le Groupe minier sur des revenus en amélioration de +10% à M MAD 5 195,6 et un RNPG en progression de +13,7% à M MAD 255,8.

Imane Foual	+212 5 22 42 78 28	i.foual@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

LESIEUR CRISTAL

Objectif de cours : MAD 191

AGROALIMENTAIRE & BOISSONS

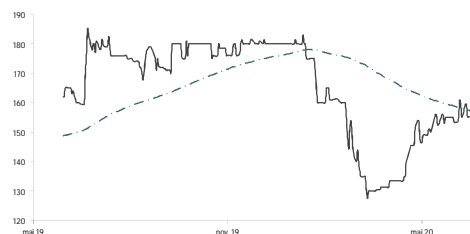
Cours au 21/05/21 : MAD 189

Capitalisation boursière : M MAD 5 222,4

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	3,893.0	3,899.0	3,941.9	4,028.6
EBITDA	353.0	414.0	390.2	414.9
Marge d'EBITDA	9.1%	10.6%	9.9%	10.3%
EBIT	255.0	287.0	256.2	282.0
Marge opérationnelle	6.6%	7.4%	6.5%	7.0%
RNPG	165.0	157.0	156.7	169.3
Dette nette	-249.0	-342.7	-456.4	-398.7
Gearing	ns	ns	ns	ns
ROCE	13.9%	15.9%	14.5%	19.5%
VE/CA	1.2x	1.1x	1.2x	1.2x
VE/EBITDA	13.4x	10.0x	12.2x	11.6x
VE/Capitaux employés	2.6x	2.3x	2.7x	3.3x
BPA	6.0	5.7	5.7	6.1
P/E	30.1x	28.5x	33.3x	30.8x
P/B	3.0x	2.6x	2.9x	2.7x
DPA	3.0	3.5	5.0	5.0
D/Y	1.7%	2.2%	2.6%	2.6%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 196 / 127

Codes: LES.CS / LES.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

OLEOSUD	41,0%
Flottant	31,5%
Divers actionnaires	27,5%

Profil : Leader national du secteur des huiles et corps gras, LESIEUR CRISTAL affiche des parts de marché de 55% sur l'huile de table et de plus de 20% sur l'huile d'olive.

A l'issue d'un exercice 2020 marqué notamment par :

- ▶ Une augmentation des cours mondiaux des huiles brutes à partir du mois de mai 2020, ayant été accentuée au cours du 4^{ème} trimestre ;
- ▶ Une baisse de la marge de l'huile de table en raison des efforts de LESIEUR CRISTAL de ne pas répercuter totalement la forte hausse des matières premières ;
- ▶ Une baisse de la demande au cours du T2 ;
- ▶ Et, une hausse des ventes à l'export des activités d'huile de table et de savon...

... LESIEUR affiche des réalisations commerciales en quasi-stagnation (+0,2%) à M MAD 3 803 pour un Bottom Line en repli de -5,4% à M MAD 157.

Forces

- Acteur majeur du secteur des huiles et corps gras au Maroc ;
- Force de son portefeuille de marques ;
- Appartenance au Groupe AVRIL, leader français des huiles et protéines végétales ;
- Bonne diversification de l'activité ;
- Intégration amont partielle dans la filière oléicole.

Faiblesses

- Intégration faible avec l'amont agricole en matière d'agrégation sur les oléagineux ;
- Faible price power malgré la position de leader sur le marché ;
- Sensibilité de l'activité à l'instabilité des marchés financiers et des cours des matières premières ;
- Activité de trituration à marges négatives ;
- Participations non profitables en Tunisie.

Opportunités

- Acquisition des actifs de sa maison mère dans le secteur des biens de grande consommation (huiles alimentaires et savons) en Afrique, devant lui offrir un nouveau relai de croissance au-delà de ses marchés historiques ;
- Développement du marché des huiles diététiques au Maroc ;
- Recours croissant aux produits d'hygiène dans une situation de crise sanitaire.

Menaces

- Marché de l'huile de table mature et fortement concurrentiel ;
- Forte dépendance de l'amont agricole pour l'huile d'olive et des cours mondiaux des graines oléagineuses et des huiles brutes.

Recommandation : En 2021, le Groupe devrait afficher un chiffre d'affaires en hausse de +1,1%, profitant essentiellement des éléments suivants :

- ▶ Une appréciation prévue des ventes de l'huile d'olive compte tenu (i) d'une disponibilité plus importante du vrac et (ii) des prix plus compétitifs à l'échelle internationale, grâce à une campagne 2020-2021 qui s'annonce prometteuse ;
- ▶ Et, la bonne tenue escomptée de l'activité huile de table, grâce notamment à la poursuite du bon comportement des ventes B to B et export.

En revanche et suite à la flambée des prix des matières premières (Soja et Tournesol), LESIEUR devrait afficher une baisse de ses marges n'ayant répercuté que partiellement l'impact de cette augmentation sur ses prix de vente.

Compte tenu de ce qui précède, nous recommandons de conserver le titre dans les portefeuilles.

Soufiane DADA	+212 5 22 42 78 24	s.dada@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

MICRODATA

LOGICIELS & SERVICES INFORMATIQUES

Cours au 21 05 21 : MAD 690,0

Capitalisation boursière: M MAD 1 159,2

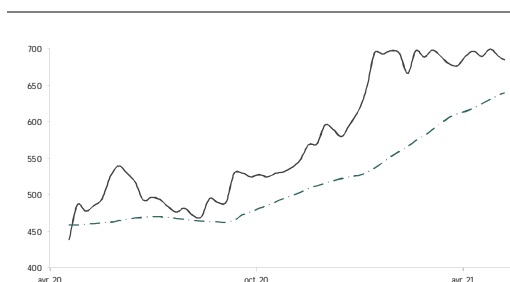
En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA	664,7	679,0	733,5	774,0
EBITDA	91,6	101,8	111,5	119,6
Marge d'EBITDA	13,8%	15,0%	15,2%	15,5%
EBIT	90,7	99,9	110,0	117,3
Marge d'EBIT	13,6%	14,7%	15,0%	15,2%
Résultat net	58,9	64,1	70,8	75,8
Dettes nettes	(11,9)	(12,3)	(28,8)	(34,1)
Gearing	ns	ns	ns	ns
ROCE	40,2%	41,2%	34,8%	31,6%
VE/CA	1,2x	1,4x	1,5x	1,5x
VE/EBITDA	8,5x	9,5x	10,1x	9,4x
VE/Capitaux employés	4,9x	5,7x	5,1x	4,3x
BPA	35,0	38,2	42,1	45,1
P/E	13,4x	15,2x	16,4x	15,3x
P/B	4,8x	5,4x	6,0x	5,5x
DPA	30,0	33,0	33,0	33,0
D/Y	6,4%	5,7%	4,8%	4,8%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 705,0 / 467,0

Codes : MIC.CS / MIC.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT



AMMOR	Hassane Flottant	Pourcentage
60,2%	39,8%	

Profil : Fondée en 1991, MICRODATA est un fournisseur de solutions à base d'équipements informatiques et réseaux, de logiciels et de services associés. Leader dans le domaine de l'intégration d'infrastructure IT au Maroc, elle accompagne ses clients (notamment les Institutions Financières, les Ministères et les Opérateurs Télécoms) dans la gestion de leurs projets technologiques.

A l'issue de l'exercice 2020, l'opérateur parvient à enregistrer un chiffre d'affaires en progression de +2,1% en y-o-y à M MAD 769 pour un résultat net en amélioration de +8,9% à M MAD 64,1, profitant notamment de l'évolution favorable du taux de change USD/MAD et à la réduction des charges d'intérêts liées à la baisse de l'endettement.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Bon profil financier à travers une bonne gestion de son activité et de ses coûts ; Approvisionnement direct auprès des constructeurs lui conférant de meilleures marges ; Appui de son partenaire de premier rang DELL TECHNOLOGIES, bénéficiant ainsi de son développement continu et de son avance en R&D ; Une base clients composée de Grands Comptes (faible risque de recouvrement). 	<ul style="list-style-type: none"> Une Gouvernance axée autour de l'actionnaire fondateur ; Démarrage toujours lent de sa filiale DGSM dédiée aux solutions DELL TECHNOLOGIES.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Réorientation des budgets publics en faveur de la remise à niveau de l'infrastructure IT ; Développement à l'international, particulièrement en Afrique, en y créant des filiales dédiées (notamment DGSM) ; Ambition de se positionner sur la distribution des technologies à forte valeur ajoutée (AI, IoT, etc.) notamment en achetant des petits opérateurs spécialisés dans ces métiers mais qui auraient du mal à accéder aux grands comptes. 	<ul style="list-style-type: none"> Rallongement des délais de paiements liés au contexte actuel de crise sanitaire ; Des projets avec des cycles de déploiement et d'implémentation encore plus longs pouvant peser sur le BFR ; Défis à relever sur le segment Cloud notamment au vu des coûts d'électricité élevés au Maroc ou encore des contraintes d'hébergement des données sensibles régies par la directive de la DGSSI.

Recommandation : Aujourd'hui, la course à la digitalisation engagée par les différentes entités, tant publique que privées, devrait profiter à MICRODATA et lui permettre d'asseoir sa position de leader dans l'infrastructure IT, tablant notamment sur :

- Le décalage d'un certain nombre de projets initiés en 2020 et qui auraient connu un retard en raison des restrictions sanitaires limitant le déplacement des équipes ;
- La réorientation des budgets publics en faveur de la remise à niveau de l'infrastructure IT ;
- Le renforcement des métiers du Cloud aujourd'hui prisés par l'ensemble du tissu économique au vu de leur agilité et accessibilité, particulièrement dans le contexte international actuel post-Covid (marché mondial estimé à USD 295 Md en 2021 selon GLOBAL FORECAST) ;
- Et, le positionnement sur de nouvelles solutions et services à forte technicité devant lui permettre d'améliorer ses marges.

Au vu des éléments précités, nous recommandons d'acheter le titre dans les portefeuilles.

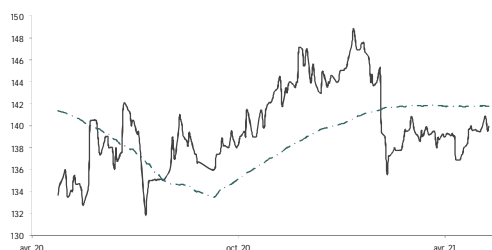
Hassan Mezrioui	+212 5 22 42 78 22	h.mezrioui@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

MAROC TELECOM
Conserver
Objectif de cours : MAD 142
OPERATEURS TELECOMS

Cours au 21 05 21 : MAD 139,9

Capitalisation boursière: M MAD 123 029,4

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA consolidé	36 517,0	36 769,0	35 818,7	36 669,8
EBITDA	18 922,0	19 520,0	18 625,7	18 995,0
Marge d'EBITDA	51,8%	53,1%	52,0%	51,8%
EBIT	8 232,0	12 018,0	11 282,9	11 294,3
Marge d'EBIT	22,5%	32,7%	31,5%	30,8%
RNPG	2 726,0	5 423,0	5 726,7	6 080,2
Dettes nettes	17 260,0	17 487,0	16 939,9	15 986,9
Gearing	107,9%	104,8%	91,6%	81,1%
ROCE	16,9%	24,2%	21,9%	21,8%
VE/CA	4,2x	3,9x	3,9x	3,8x
VE/EBITDA	8,0x	7,4x	7,5x	7,3x
VE/Capitaux employés	4,5x	4,2x	3,9x	3,8x
BPA	3,1	6,2	6,5	6,9
P/E	49,3x	23,5x	21,5x	20,2x
P/B	11,1x	10,0x	8,2x	7,8x
DPA	5,5	4,0	6,0	6,4
D/Y	3,6%	2,8%	4,3%	4,6%
+Haut/ +Bas 12 mois : MAD 148,9 / 132,0				
Codes : IAM.CS / IAM.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

ETISALAT	53,0%
ETAT MAROCAIN	22,0%
Flottant	19,2%
RCAR	5,8%
IAM	0,0%

Profil : Opérateur télécom historique au Maroc avec une PDM de 39% sur le Mobile et 85% sur le Fixe, ITISSALAT AL-MAGHRIB est aujourd'hui un acteur d'envergure continental présent dans 10 pays africains.

A l'issue du 1^{er} trimestre 2021, le chiffre d'affaires consolidé de MAROC TELECOM se dégrade de -4,2% à M MAD 8 914 impactée vraisemblablement par un contexte réglementaire moins favorable même s'il parvient à maintenir sa marge d'EBITDA Groupe à 51,2% (-0,3 pt en y-o-y). En revanche, le RNPG affiche une baisse plus marquée de -7,7% à M MAD 1 474.

Forces

- Adossement au Groupe émirati ETISALAT ;
- Forte capacité de génération de cash ;
- Marge d'endettement a priori suffisante pour financer les investissements à venir (licences et infrastructures 5G)

Faiblesses

- Baisse importante du dividende 2020 qui si, elle s'inscrit dans la continuité, pourrait faire perdre au titre son attractivité et son statut de valeur de rendement ;
- Retard à rattraper en matière de m-payment, notamment sur les marchés subsahariens.

Opportunités

- Accélération de la tendance haussière du Trafic Data Mobile et du dynamisme du segment Fixe & Internet dans un contexte de crise sanitaire ;
- Relais de croissance géographique important avec 10 filiales sur le continent Africain ;
- Déploiement de la 5G prévue à partir de 2023...
- ...qui devrait permettre au secteur d'entamer un nouveau cycle haussier.

Menaces

- Atonie des revenus roaming et entrant international ;
- Hausse des impayés, notamment sur le segment Corporate ;
- Probable accélération de l'application des mesures de dégroupage qui devrait à terme peser sur les performances du segment Fixe & Internet ;
- Perte de part de Marché en raison de la dégradation de la qualité de service et de l'agressivité de la concurrence ;
- Maintien de l'asymétrie tarifaire en défaveur de l'opérateur.

Recommandation : Depuis le début de la crise sanitaire, MAROC TELECOM a su faire preuve d'une grande résilience, notamment en s'appuyant sur le dynamisme de ses filiales africaines afin de compenser l'essoufflement de l'activité au Maroc. Toutefois, la poursuite de la tendance baissière de l'ARPU au Maroc, Marché historique représentant près de 55% du CA Groupe, ainsi que le cadre réglementaire moins favorable pour l'opérateur laisse présager une année 2021 moins performante que la précédente.

En matière de rendement, nous tablons sur un retour normatif de distribution dès 2021, à savoir un payout de 95%. **Nous recommandons de conserver le titre dans les portefeuilles en raison de sa solidité et de sa capacité à générer du cash, faisant d'elle une excellente valeur de fonds de portefeuille.**

MARSA MAROC
Accumuler
Objectif de cours : MAD 277
INDUSTRIE - TRANSPORT

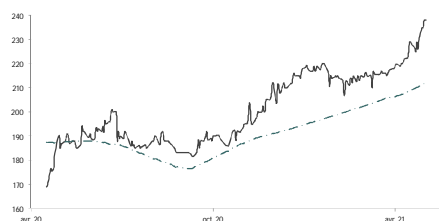
Cours au 21/05/21 : MAD 249

Capitalisation boursière : M MAD 18 308,5

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	2 909,4	2 757,2	2 619,3	3 038,6
EBITDA	1 361,0	1 141,9	1 067,9	1 245,2
Marge d'EBITDA	46,8%	41,4%	40,8%	41,0%
EBIT	937,1	758,7	677,1	795,2
Marge opérationnelle	32,2%	27,5%	25,9%	26,2%
RNPG	671,6	291,9	392,6	499,5
Dettes nettes	-214,6	756,0	709,8	689,2
Gearing	ns	40,2%	42,1%	44,1%
ROCE	26,1%	20,7%	16,8%	21,3%
VE/CA	5,1x	5,9x	7,3x	6,3x
VE/EBITDA	11,0x	14,2x	17,8x	15,3x
VE/Capitaux employés	4,2x	4,4x	4,7x	5,1x
BPA	9,1	4,0	5,3	6,8
P/E	22,6x	52,8x	46,6x	36,6x
P/B	6,6x	8,2x	10,9x	11,7x
DPA	9,7	8,0	8,5	9,0
D/Y	4,7%	3,8%	3,4%	3,6%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 249,5 / 181,6

Codes : MSA.CS / MSA.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

ETAT MAROCAIN	60,0%
Flottant	30,0%
Autres actionnaires	10,0%

Profil : Créée en décembre 2006, MARSA MAROC est le Leader national de l'exploitation de terminaux portuaires. Dans les 9 ports où il est présent, le Groupe offre des services de manutention, de stockage et de logistique portuaire ainsi que des services aux navires.

A l'issue d'un exercice 2020 marqué par la crise sanitaire, MARSA MAROC enregistre des revenus consolidés en retrait de -5% à M MAD 2 757 comparativement à l'exercice précédent, imputable à une baisse de -6% du trafic traité par le Groupe, intégrant notamment une contraction de l'activité des conteneurs au cours de la même période.

Sous l'effet combiné (i) du don COVID-19 de M MAD 300 et (ii) du résultat net déficitaire de M MAD -45 dégagé par la filiale TANGER ALLIANCE, le RNPG enregistre une dégradation notable de -57% pour se fixer à M MAD 292.

Forces

- Leader sur les principaux segments de marchandises ;
- Présence sur les 9 principaux ports marocains grâce à un modèle économique robuste ;
- Portefeuille de concessions solide, des positions stratégiques et des flux diversifiés ;
- Amélioration continue de ses performances opérationnelles.

Faiblesses

- Vétusté des équipements, occasionnant un engorgement dans certains ports.

Opportunités

- Positionnement géostratégique idéal pour desservir l'Afrique ;
- Potentiel de développement au niveau du nouveau port Nador West, devant offrir des capacités additionnelles annuelles de 3 millions de conteneurs EVP, 7 MT de vrac solide, 25 MT d'hydrocarbures et 200 000 véhicules ;
- Contribution prévue par TANGER ALLIANCE estimée à 25% du CA consolidé à horizon 2027.

Menaces

- Forte dépendance au commerce extérieur du pays ;
- Crise du trafic conteneurisé (25% du CA) consécutivement à la crise sanitaire, induisant (i) une pénurie des conteneurs et (ii) une flambée des prix (passant de USD 2 000 à USD 8 000, voire USD 10 000) ;
- Concurrence provenant des ports espagnols pour le nouveau quai de TANGER MED II.

Recommandation : Pour l'année 2021, MARSA MAROC devrait réaliser un CA en retrait de -5% à M MAD 2 619 et ce, compte tenu notamment des évolutions suivantes :

- Diminution du vrac solide (43% du trafic global) suite notamment (i) à l'impact de la crise pandémique sur les échanges du charbon & coke de pétrole (20% du vrac solide) et (ii) aux perspectives agricoles prometteuses à fin 2021, devant réduire les flux transigés en termes de céréales (11,3%) ;
- Et, dégradation du trafic conteneurisé (25% du trafic global) en raison des effets de la COVID-19, ayant induit une hausse significative des tarifs et une pénurie des conteneurs.

En revanche et suite au lancement cette année de l'activité de la filiale TANGER ALLIANCE, celle-ci devrait contribuer à hauteur de 15% au chiffre d'affaires consolidé du Groupe à fin 2021 et de 25% à horizon 2027.

En termes de rentabilité et compte tenu de la non-réurrence du don COVID-19 (M MAD 300), MARSA MAROC devrait afficher un Bottom Line en amélioration de +34% par rapport à 2020.

Par conséquent et dans l'attente de la confirmation d'une éventuelle OPV cette année, nous recommandons d'accumuler le titre MSA dans les portefeuilles en dépit d'un P/E élevé impacté par (i) la baisse significative du RNPG à fin 2020 et (ii) l'augmentation du cours (+15% en YTD).

Soufiane DADA	+212 5 22 42 78 24	s.dada@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

MINIERE TOUISSIT

Accumuler

Objectif de cours : MAD 1 877

MINES

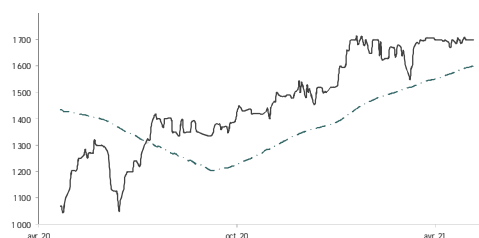
Cours au 21 05 21 : MAD 1 698,0

Capitalisation boursière: M MAD 2 854,7

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	511,0	429,7	502,8	538,0
EBITDA Consolidé	258,7	189,6	261,9	294,3
Marge d'EBITDA	50,6%	44,1%	52,1%	54,7%
EBIT Consolidé	227,2	157,6	216,8	253,0
Marge d'EBIT	44,5%	36,7%	43,1%	47,0%
RNPG	184,3	44,6	153,6	218,6
Dette nette	52,4	31,2	12,6	7,0
Gearing	8,6%	4,8%	2,1%	1,2%
ROCE	20,7%	20,0%	21,0%	24,6%
VE/CA	5,5x	6,0x	5,7x	5,3x
VE/EBITDA	10,9x	13,6x	10,9x	9,7x
VE/Capitaux employés	3,7x	3,3x	4,0x	4,0x
BPA	109,6	26,5	91,4	130,0
P/E	15,0x	57,3x	18,6x	13,1x
P/B	4,5x	3,9x	4,7x	4,7x
DPA	0,0	120,0	130,0	150,0
D/Y	0,0%	7,9%	7,7%	8,8%

+Haut/ +Bas 12 mois : MAD 1715,0 / 1050,0

Codes : CMT.CS / CMT.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

Flottant	48,6%
OSEAD Maroc Mining	37,0%
CIMR	14,4%
Autres actionnaires	0,0%

Profil : Filiale du Groupe AUPLATA MINING GROUP (suite à plusieurs rotations dans la structure du capital), CMT demeure *leader* dans la production des concentrés de plomb et de zinc argentifère, notamment via sa mine de TIGHZA.

A l'issue de l'année 2020, la société affiche des réalisations commerciales en repli de -16% en y-o-y à M MAD 429,8, impactées par un recul de la production et par la baisse des cours des métaux de base dans un contexte de crise sanitaire. Le bottom line de la société ressort, quant à lui, en dégradation de -75,6% à M MAD 44,6 impacté principalement par la constatation d'une provision pour dépréciation des titres de participation dans AUPLATA MINING GROUP pour un montant de M MAD 97,8.

Forces

- Une durée de vie de sa mine principale de près de 17 ans ;
- Un rendement de dividende intéressant (8% en 2020) ;
- Une santé financière solide ;
- Un grand potentiel représenté par des ressources inférées de 3 069 530 tonnes ;
- Un portefeuille de métaux diversifié.

Faiblesses

- Structure actionnariale alambiquée.

Opportunités

- Renforcement attendu des cours des métaux de base suite au redressement de l'industrie mondiale ;
- Augmentation attendue des capacités de production.

Menaces

- Baisse de la production dans un contexte de crise sanitaire (-9% en 2020) ;
- Exposition à la volatilité des cours des métaux à l'international, compte tenue d'une conjoncture toujours incertaine ;
- Risque sociaux élevés ;
- Exposition aux risques de change.

Recommandation : En 2021 et suite à la reprise graduelle de l'économie mondiale, CMT devrait profiter du renforcement des cours des métaux de base notamment :

- Le zinc dont les cours devraient progresser de +11% suite à la hausse de la demande d'infrastructures en Chine et le rebond de la production automobile mondiale ;
- Et, le plomb qui devrait s'apprécier de +7% bénéficiant de la reprise de la construction automobile mondiale, où le métal est principalement utilisé dans les batteries des voitures à carburant conventionnel et des voitures électriques pour l'alimentation auxiliaire.

A moyen terme, CMT présente des perspectives favorables compte tenu du programme d'investissement entamé en 2017 (la construction d'un nouveau puits de 1 000 m au lieu de 700 m) visant à augmenter le niveau de la production de +25% à partir de fin 2021 et l'amélioration du cash-cost de 10% par an.

En 2021, nous tablons pour CMT sur la réalisation d'un CA de M MAD 502,8 (+17%) et d'un RNPG de M MAD 153,6 contre M MAD 44,6 en 2020. A accumuler.

Imane Foual	+212 5 22 42 78 28	i.foual@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

OULMES
Conserver

Objectif de cours : MAD 1 035

AGROALIMENTAIRE & BOISSONS

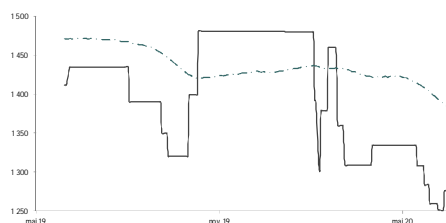
Cours au 21/05/21 : MAD 1 090

Capitalisation boursière : M MAD 2 158,2

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	1 710,1	1 448,5	1 467,3	1 556,8
EBITDA	246,6	215,8	203,8	224,9
Marge d'EBITDA	14,4%	14,9%	13,9%	14,4%
EBIT	78,5	51,2	48,9	67,4
Marge opérationnelle	4,6%	3,5%	3,3%	4,3%
RNPG	12,1	-41,5	0,4	5,0
Dette nette	1 286,5	821,8	737,4	818,0
Gearing	203,4%	135,5%	94,3%	108,3%
ROCE	4,0%	3,4%	3,1%	4,1%
VE/CA	2,5x	2,2x	2,0x	1,9x
VE/EBITDA	17,1x	15,0x	14,2x	13,2x
VE/Capitaux employés	2,1x	2,2x	1,8x	1,8x
BPA	6,1	-21,0	0,2	2,5
P/E	ns	ns	ns	ns
P/B	4,6x	4,0x	2,8x	2,9x
DPA	0,0	0,0	20,0	20,0
D/Y	0,0%	0,0%	1,8%	1,8%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 1 334 / 1 030

Codes: OUL.CS / OUL.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

Divers actionnaires	25,5%
HOLMARCOM	24,2%
OMI	21,3%
ATLANTA	19,1%
Flottant	9,8%

Profil : Leader national de l'eau en bouteille, OULMES est le 1^{er} opérateur national du secteur présent à l'international via la prise de participation à hauteur de 55% dans le capital de la société béninoise EAU TECHNOLOGIE ENVIRONNEMENT -ETE et la création en 2017 de la société SENEGAL WATER & BEVERAGES.

En 2020, OULMES enregistre un chiffre d'affaires consolidé en baisse de -15,3% à M MAD 1 448,5 suite au repli de l'activité du canal Cafés, Hôtels et Restaurants - CHR, fortement impacté par les effets de la crise pandémique.

De facto, le RNPG du Groupe revire au rouge pour s'établir à M MAD -41,5, intégrant notamment des charges non récurrentes significatives liées aux mesures de protection et de gestion de la pandémie.

Forces

- Conclusion d'un partenariat avec SBF pour l'exploitation des marques ORANGINA au Maroc et en Afrique de l'Ouest ;
- Grandes capacités de production et de stockage ;
- Position de leader confirmé sur le marché de l'eau embouteillée ;
- Portefeuille de produits diversifiés ;
- Développement de l'activité au Burkina Faso et au Sénégal ;
- Forte notoriété des marques ;
- Renforcement de la proximité avec les consommateurs à travers l'ouverture de deux nouvelles unités de production, à Agadir et à Oujda ;
- Investissement industriel et renouvellement de l'identité visuelle des marques Ain Atlas et Bahia.

Faiblesses

- Faible maîtrise de son circuit de distribution encore dominé par les dépositaires.

Opportunités

- Poursuite de prospection dans d'autres pays subsahariens, notamment en Côte d'Ivoire.

Menaces

- Fluctuation des cours des intrants, notamment le PET ;
- Concurrence de marques de boissons des eaux minérales espagnoles au Maroc.

Recommandation : Au terme de l'année 2021, le Groupe OULMES devrait afficher des réalisations commerciales en amélioration de +1,3% à M MAD 1 467 comparativement à l'année précédente. Cette évolution devrait s'appuyer sur une reprise escomptée de l'activité des clients CHR, compte tenu de la perspective d'un allègement des mesures restrictives à partir du S2 2021.

Au volet stratégique, OULMES prévoit toujours la construction d'usines au Burkina Faso et au Sénégal, devant lui permettre d'accroître sa position dans la région et devenir un acteur majeur de l'embouteillage des eaux en Afrique.

Compte tenu des éléments précités, nous recommandons de conserver le titre dans les portefeuilles.

Soufiane DADA	+212 5 22 42 78 24	s.dada@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

SAHAM ASSURANCE

Accumuler

Objectif de cours : MAD 1 390

ASSURANCES

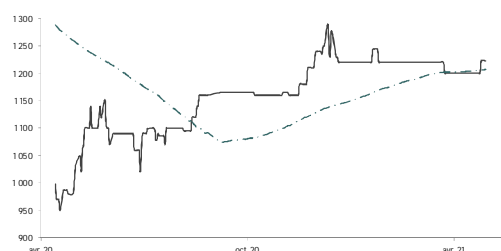
Cours au 21 05 21 : MAD 1 200,0

Capitalisation boursière: M MAD 4 940,2

En M MAD	2019	2020e	2021e	2022e
Primes acquises nettes Vie	1 078,6	797,5	837,3	904,3
Primes acquises nettes Non Vie	4 031,0	3 845,4	4 037,7	4 279,9
Total revenus	5 109,6	4 642,8	4 875,0	5 184,2
Résultat technique	589,4	381,0	402,0	504,9
Résultat Net	405,8	200,6	311,6	403,9
Fonds propres	4 401,3	4 478,4	4 707,7	5 008,7
ROE	9,2%	4,5%	6,6%	8,1%
Ratio Combiné	104,4%	102,3%	103,0%	103,3%
P/E	13,8x	26,2x	15,9x	12,2x
P/B	1,3x	1,2x	1,0x	1,0x
D/Y	2,2%	1,6%	2,1%	2,9%
BPA	98,6	48,7	75,7	98,1
Variation du BPA	0,7%	-50,6%	55,3%	29,6%
ANPA	1 069,1	1 087,8	1 143,5	1 216,6
DPA	30,0	20,0	25,0	35,0

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 1290,0 / 980,0

Codes : SAH.CS / SAH.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

SANLAM PAN AFRICA	84,5%
Flottant	15,4%

Profil : Positionnée en 4^{ème} place au niveau sectoriel, SAHAM ASSURANCE affiche une capacité bénéficiaire 2020 en recul de -50,6% à M MAD 201, impacté par la contreperformance des marchés financiers, la suspension ou la baisse des versements de dividendes et la contribution au Fonds COVID-19 (M MAD 40).

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Leadership avéré sur la branche Non Vie ; Adossement à SANLAM, expert en Non-Vie et renforcement de la participation du géant sud-africain dans le capital de l'assureur marocain (de 61,7% à 84,5%) ; Une stratégie customer-centric et un fort positionnement sur le volet Digital avec le lancement de la Digital Factory ; Existence d'une Convention de distribution exclusive avec CREDIT DU MAROC (une part de 80% de la bancassurance dans l'Epargne) ; Lancement prochain de produits d'épargne en unités de comptes ; Possibilité de réalisation de plus-values via le recours aux OPCV ; Création d'une filiale dédiée à l'assurance participative « SANLAM TAKAFUL 	<ul style="list-style-type: none"> Perte de parts de marché en 2020 (-0,8 pt au profit de MUTUELLE TAAMINE CHAABI) ; Une marge de solvabilité inférieure à la moyenne du secteur coté (179% en 2020) ; Détention de participation dans des hôtels affichant des résultats déficitaires en raison de la crise sanitaire (un RN de M MAD -27,2 pour LUXOR en 2020 et de M MAD -110,2 pour SAHAM HOTEL).
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Reprise escomptée de l'Epargne ainsi que de la Branche Automobile en lien avec une amélioration attendue de la situation économique ; Possibilité de non-constatation de provisions supplémentaires suite au report attendu de l'entrée en vigueur de la provision pour risque tarifaire par l'ACAPS ; Reprise attendue du marché boursier marocain en 2021. 	<ul style="list-style-type: none"> Mauvaise tenue attendue en 2021 de l'Assurance Maladie, les Accidents Corporels et les Accidents de Travail en lien avec une baisse de la masse salariale déclarée ; Baisse anticipée de l'encaissement des primes pouvant émaner des difficultés de trésorerie des assurés et des intermédiaires ; Baisse probable des dividendes à distribuer par certaines sociétés au titre de l'exercice 2020 ; Réduction attendue des excédents de marge de solvabilité avec le passage à la Solvabilité Basée sur les Risques.

Recommandation : SAHAM ASSURANCE devrait continuer à capitaliser sur le savoir-faire du Groupe SANLAM, notamment après le renforcement de la participation du Groupe sud-africain dans le capital de la compagnie, pour assurer une croissance profitable au cours des prochaines années. Dans ce sillage, nous anticipons une hausse de +55% du RNPG de l'assureur en 2021^e à M MAD 311,6, redevable principalement à l'amélioration du résultat financier en lien avec un bon comportement escompté du marché boursier marocain et une stabilité des taux obligataire anticipée par la compagnie.

Compte tenu de ces éléments et de la forte baisse du cours (-11,9% depuis début 2020), nous recommandons d'accumuler le titre.

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

MINES

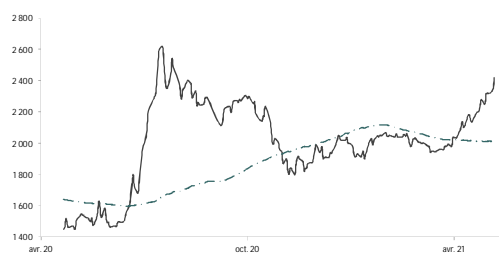
Cours au 21 05 21 : MAD 2 351,0

Capitalisation boursière: M MAD 3 867,6

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA	851,8	855,9	950,1	1 007,1
EBITDA	386,0	390,8	440,2	478,9
Marge d'EBITDA	45,3%	45,7%	46,3%	47,6%
EBIT	112,6	102,7	119,0	128,4
Marge d'EBIT	13,2%	12,0%	12,5%	12,7%
Résultat net	91,1	97,8	109,4	117,4
Dette nette	3,0	(244,0)	(362,4)	336,6
Gearing	0,3%	ns	ns	25,0%
ROCE	6,3%	6,7%	4,9%	5,2%
VE/CA	3,0x	3,4x	3,7x	4,2x
VE/EBITDA	6,7x	7,5x	8,0x	8,8x
VE/Capitaux employés	2,1x	2,7x	2,1x	2,5x
BPA	55,4	59,4	66,5	71,3
P/E	28,3x	32,6x	35,3x	33,0x
P/B	2,2x	2,5x	2,9x	2,9x
DPA	0,0	50,0	50,0	60,0
D/Y	0,0%	2,6%	2,1%	2,6%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 2 615,0 / 1 450,0

Codes : SMI.CS / SMI.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

MANAGEM	80,3%
Flottant	14,7%
CIMR	5,0%

Profil : Détenue à hauteur de 80,25% par le Groupe MANAGEM, SMI produit des lingots d'Argent métal d'une pureté de 99,5 % à travers l'exploitation du gisement métallique d'argent d'Imiter.

A fin 2020, l'opérateur minier affiche un chiffre d'affaires en quasi-stagnation à M MAD 856 suite à la baisse de la production pour un RN en progression de près de +7% à M MAD 97.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Des réserves de 4 743 TM et des ressources de 1 221 TM (12 années d'exploitation) ; Extension des installations pour le traitement des digues permettant de produire environ 30 TM/an d'Argent supplémentaires ; Situation bilancielle saine ; Déploiement d'un programme d'exploration afin de pérenniser l'actif. 	<ul style="list-style-type: none"> Baisse des teneurs au niveau de la mine.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Hausse des cours de l'argent suite à la reprise continue de la demande industrielle. 	<ul style="list-style-type: none"> Fluctuation des cours de l'argent à l'international ; Forte exposition aux risques de change ; Secteur à risques sociaux élevés.

Recommandation : En 2021 la filiale argentifère de MANAGEM devrait profiter de :

- L'amélioration des cours de l'argent (+22% en 2021 selon les estimations de la BANQUE MONDIALE) consécutivement au rebond de la demande industrielle (électronique, automobile et énergie solaire) représentant plus de la moitié de la consommation d'argent ;
- Et, l'augmentation des capacités de production grâce à (i) l'unité des traitements des digues devant lui permettre de produire 30 TM supplémentaires par an et (ii) le démarrage de l'exploitation à ciel ouvert à partir du deuxième trimestre 2021 devant réduire les cash-cost.

Parallèlement, SMI pourrait s'appuyer sur son programme de digitalisation des données géologiques afin d'établir un modèle d'exploration régional pour de nouvelles découvertes et d'affiner le processus d'estimation des ressources et réserves.

En attendant, nous tablons pour SMI sur la réalisation d'un CA 2021 en hausse de +11% à M MAD 950,1 et d'un RN en amélioration de +12% à M MAD 109,4. A accumuler.

Imane Foual	+212 5 22 42 78 28	ifoual@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

SNEP

CHIMIE

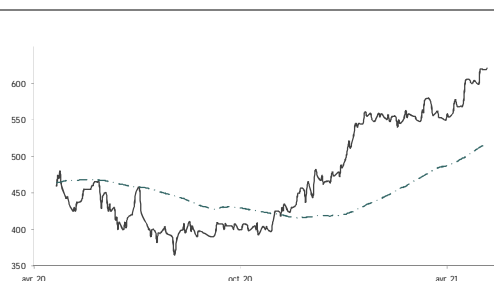
Cours au 21 05 21 : MAD 665,0

Capitalisation boursière: M MAD 1 596,0

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	943,9	916,9	994,9	1 173,9
EBITDA Consolidé	156,2	181,7	190,5	229,1
Marge d'EBITDA	16,5%	19,8%	19,2%	19,5%
EBIT Consolidé	117,7	148,2	150,4	178,9
Marge d'EBIT	12,5%	16,2%	15,1%	15,2%
RNPG	57,1	80,3	83,9	107,5
Dettes nettes	225,6	224,6	135,3	197,4
Gearing	38,1%	33,4%	18,6%	24,5%
ROCE	10,1%	11,6%	12,2%	12,5%
VE/CA	1,5x	1,5x	1,7x	1,5x
VE/EBITDA	8,8x	7,4x	9,1x	7,8x
VE/Capitaux employés	1,7x	1,5x	2,0x	1,8x
BPA	23,8	33,4	34,9	44,8
P/E	20,0x	13,9x	19,0x	14,8x
P/B	1,9x	1,7x	2,2x	2,0x
DPA	0,0	12,0	12,0	15,0
D/Y	0,0%	2,6%	1,8%	2,3%
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 665,0 / 365,0				
Codes : SNP.CS / SNP.MC				

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT



Ynna Holding	62,9%
Flottant	37,1%

Profil : Créée en 1973 et acquise par le Groupe YNNA HOLDING en 1993, SNEP est le leader du marché marocain des produits vinyliques (PVC, Compound PVC) et des produits d'électrolyse (Soude Caustique, Eau de Javel, Chlore, Acide chlorhydrique). La société fabrique et commercialise une gamme de produits indispensables aux industriels stratégiques de l'économie marocaine.

Au terme de l'exercice 2020, SNEP affiche un chiffre d'affaires en léger repli de -2,9% en y-o-y à M MAD 916,9 tandis que le REX enregistre un bond de +32,2% à M MAD 149,8 attribuable à l'évolution favorable des prix des principaux intrants. Dans ces conditions, le RN consolidé ressort en ascension de +40,4% à M MAD 80 pour une marge nette qui se hisse de +3 points à 10,4% comparativement au 31/12/2019.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Mesures Anti-dumping protégeant la société de plusieurs sources d'importation ; Projet d'augmentation de capacité en cours ; Bonne maîtrise des procédés industriels ; Localisation industrielle adéquate, à proximité de la mine de sel gemme de Mohammedia et du marché du Centre – Nord. 	<ul style="list-style-type: none"> Activité hautement énergivore ; Achats impactés par la fluctuation des cours des matières premières ; Société opérant dans un secteur fortement concurrentiel au niveau mondial.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Enrichissement de son offre par des produits sophistiqués, tant sur l'activité électrolyse que vinyliques, notamment en s'attaquant aux composants automobiles en plastique ; Reprise attendue de l'activité vinylique après une année 2020 pénalisante pour le segment ; Potential de croissance des exportations de PVC. 	<ul style="list-style-type: none"> Rallongement des délais de paiements (marché publics).

Recommandation : Confortée par la reprise économique en ce début d'année comme en atteste d'ores et déjà le bond de +19,3% à M MAD 262,7 de son CA au T1 2021, SNEP devrait asseoir davantage sa performance financière, profitant notamment :

- De la reprise de l'activité vinylique (fortement impactée en 2020) notamment avec la relance des chantiers de BTP, d'assainissement et d'adduction d'eau ;
- Du développement de produits sophistiqués à forte valeur ajoutée en l'occurrence via le lancement d'une nouvelle unité de Compounds PVC devant être opérationnelle à compter du S2 2021 et dédiée dans un premier temps au secteur automobile ;
- De la poursuite de son programme d'extension de ses capacités de production qui vise à atteindre, courant S2 2021, une capacité annuelle de production de 90 KT de PVC et de 65 KT de Soude ;
- De sa performance opérationnelle qui lui permettrait à terme de moderniser ses procédés de production mais aussi d'optimiser ses coûts d'approvisionnement ;
- Et, de son ambition d'exporter près de 20% de son CA vinylique à l'horizon 2024, avec l'homologation de ses produits sur la Turquie (2^{ème} plus grand importateur de PVC dans le monde), l'Espagne, le Portugal et l'Afrique de l'Ouest.

Valorisé par nos soins à MAD 700, nous recommandons d'Accumuler le titre dans les portefeuilles.

Hassan Mezrioui	+212 5 22 42 78 22	h.mezrioui@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

SONASID
Accumuler

Objectif de cours : MAD 445

CONSTRUCTION, MATERIAUX & INFRASTRUCTURE

Cours au 21 05 21 : MAD 458,1

Capitalisation boursière: M MAD 1 786,8

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA consolidé	3 622,1	3 152,8	3 575,6	3 700,1
EBITDA	109,0	116,0	211,1	246,9
Marge d'EBITDA	3,0%	3,7%	5,9%	6,7%
EBIT	22,3	(21,9)	51,3	59,4
Marge d'EBIT	0,6%	ns	1,4%	1,6%
RNPG	(41,4)	(28,0)	57,0	63,2
Dette nette	(504,0)	(743,9)	89,3	261,2
Gearing	ns	ns	4,8%	14,1%
ROCE	0,9%	ns	1,5%	1,6%
VE/CA	0,1x	0,1x	0,5x	0,6x
VE/EBITDA	4,3x	3,7x	8,9x	8,3x
VE/Capitaux employés	0,3x	0,3x	0,8x	0,8x
BPA	(10,6)	(7,2)	14,6	16,2
P/E	ns	ns	31,3x	28,3x
P/B	0,5x	0,6x	1,0x	1,0x
DPA	0,0	7,0	15,0	15,0
D/Y	0,0%	2,3%	3,3%	3,3%
+Haut/+Bas 12 mois : MAD 458,2 / 190,3				
Codes : SOND.CS / SID MC				

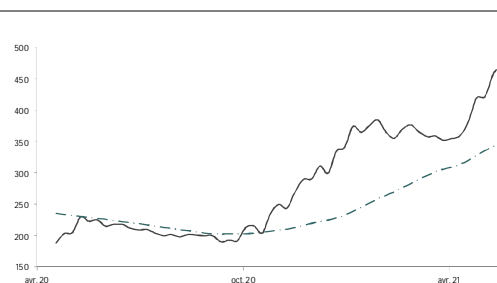
Profil : Filiale du Groupe ARCELORMITTAL et leader sur le marché national du rond à béton, SONASID affiche à l'issue de l'année 2020, des revenus consolidés en repli de -13,5% en y-o-y à M MAD 3 152,8. En social, les ventes enregistrent une baisse similaire à MAD 3,1 Md intégrant un impact prix négatif de -9%. Au volet opérationnel, son EBITDA s'améliore de +7% à M MAD 116, vraisemblablement redevable à la mise en œuvre de nouvelles initiatives d'optimisation des coûts fixes. S'agissant de son bottom line, ce dernier ressort en amélioration à M MAD -28 contre un déficit de M MAD -41,4 une année auparavant, témoignant d'un effet de rattrapage au S2 2020.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Positionnement futur sur des projets à valeur ajoutée ; Position de leader sur le Marché national (PDM estimée à près de 43% en 2020) ; Opérateur intégré en amont et partiellement en aval ; Diversification de ses canaux de distribution via une distribution en direct ; Société non endettée et situation financière saine ; Utilisation à 85% d'énergies renouvelables en remplacement du fuel. 	<ul style="list-style-type: none"> Intégration amont-aval porteuse de risque ; Faible compétitivité, notamment par rapport aux produits turcs.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Rehaussement des mesures anti-dumping à l'échelle nationale (révision des ALE avec la Turquie, principal exportateur) ; Marchés régionaux et internationaux à fort potentiel ; Opportunités intéressantes à capter dans des activités de niche à plus forte valeur ajoutée 	<ul style="list-style-type: none"> Morosité du secteur BTP et de l'immobilier et ralentissement des commandes publiques intensifiés par la crise sanitaire ; Dépendance à l'évolution des cours de l'acier et de la ferraille à l'échelle internationale ; Coûts énergétique et des électrodes élevés ; Surcapacité de production tant au niveau national qu'international.

Recommandation : Relativement résiliente face aux impacts significatifs de la crise sanitaire sur le secteur BTP, SONASID semble être bien positionnée pour renouer avec la croissance dans les années à venir. Le sidérurgiste serait à même de déployer une nouvelle stratégie consistant en la production et la commercialisation de nouveaux produits à forte valeur ajoutée, destinés à l'industrie BTP, ferroviaire et/ou automobile et devant être exportés à l'étranger. Soutenu par ARCELORMITTAL pour pénétrer et sécuriser ces marchés, SONASID devrait afficher des ventes en large hausse à moyen/long-terme. Au-delà d'une amélioration opérationnelle indéniable, SONASID pourrait intensifier sa distribution de dividendes à partir de 2021, devenant ainsi une valeur incontournable du secteur BTP coté, alliant croissance et rendement.

Partant, nous recommandons d'accumuler le titre dans les portefeuilles.

Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma
Meriem HACHIMI	+212 5 22 42 78 25	m.hachimi@bmcek.co.ma

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

NSI	64,9%
Flottant	19,5%
RCAR	10,1%
Autres actionnaires	5,5%

SANTE

Cours au 21 05 21 : MAD 3 650,0

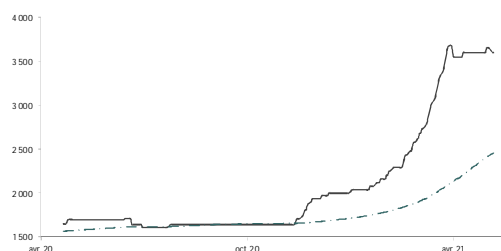
Capitalisation boursière: M MAD 6 570,0

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA	1 708,7	1 809,9	1 954,7	2 046,0
EBITDA	366,4	424,2	483,3	509,5
Marge d'EBITDA	21,4%	23,4%	24,7%	24,9%
EBIT	318,9	366,0	405,9	428,7
Marge d'EBIT	18,7%	20,2%	20,8%	21,0%
Résultat net	214,3	238,2	246,9	255,3
Dettes nettes	155,2	232,4	103,6	66,2
Gearing	17,4%	22,9%	9,3%	5,3%
ROCE	21,3%	29,0%	33,0%	33,0%
VE/CA	1,8x	2,1x	3,4x	3,2x
VE/EBITDA	8,4x	9,0x	13,8x	13,0x
VE/Capitaux employés	2,9x	3,1x	5,5x	5,1x
BPA	119,1	132,3	137,2	141,8
P/E	13,6x	15,1x	26,6x	25,7x
P/B	3,3x	3,6x	5,9x	5,3x
DPA	67,0	84,0	68,0	65,0
D/Y	4,1%	4,2%	1,9%	1,8%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 3680,0 / 1611,0

Codes : SOT.CS / SOT.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE



ACTIONNARIAT

FAMILLE TAZI	49,1%
FAMILLE BERRADA	20,9%
Autres actionnaires	16,5%
Flottant	8,2%
RMA WATANYA	5,3%

Profil : Premier laboratoire pharmaceutique national à être introduit en Bourse en 2005, SOTHEMA est un des principaux opérateurs du secteur pharmaceutique, spécialisé dans la production et la commercialisation de traitements sous licences et sous marques propres.

En 2020, la société aurait profité du contexte de la crise sanitaire, comme en atteste la hausse de ses ventes de +6% en y-o-y à M MAD 1 809,9 et l'appréciation de +11,1% à M MAD 238,2 de son RN.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Positionnement sur des médicaments pour pathologies lourdes permettant de sécuriser une partie de son chiffre d'affaires ; offre compétitive sur les anticancéreux (MAD 6 000 contre MAD 24 000 pour les médicaments importés) ; Forte présence sur le marché privé offrant des niveaux de marge très intéressants ; Diversification des traitements antidiabétiques suite au lancement d'une insuline analogue et d'une insuline conditionnée en stylo ; Développement en Afrique via sa filiale sénégalaise WAPH ; Unique producteur de médicaments issus de biotechnologie au Maroc et en Afrique ; Premier spécialiste dans la fabrication des médicaments injectables à l'échelle de l'Afrique, et 5^{ème} à l'échelle européenne (11 000 m² pour les injectables). 	<ul style="list-style-type: none"> Faible liquidité à la Bourse de Casablanca ; Faible R & D.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Hausse des ventes du marché public dans un contexte de crise sanitaire (antibiotiques, paracétamol) ; Eventuelle production des vaccins chinois anti-Covid19 SINOPHARM ; Ambition étatique d'élargir la couverture médicale . 	<ul style="list-style-type: none"> Faible consommation de médicaments par habitant (MAD 400/an au Maroc vs. EUR 487/an en Europe) qui devrait s'accroître avec le repli du pouvoir d'achat ; Lenteur du processus d'obtention d'Autorisation de Mise sur le Marché -AMM- ; Concurrence accrue en raison de la présence de grands Groupes internationaux au Maroc.

Recommandation : En 2021, SOTHEMA devrait consolider sa performance compte tenu de (i) la diversification de son portefeuille de traitements (300 médicaments fabriqués et importés) intégrant les anticancéreux, antidiabétiques, antianémiques, etc. (ii) le développement de son activité à l'export à travers l'augmentation du nombre de demandes d'AMM déposées auprès des autorités de santé, notamment en Afrique et au Moyen-Orient ainsi que (iii) sa capacité récurrente à lancer de nouveaux produits (14 nouveaux traitements en 2020 générant un CA supplémentaire de M MAD 32).

Parallèlement, SOTHEMA pourrait capitaliser sur son positionnement sur le segment de la biotechnologie et les bio-similaires ainsi que son expertise dans la fabrication de pointe pour une éventuelle production locale du vaccin anti-covid19.

En 2021^e, nous tablons pour SOTHEMA sur la réalisation d'un chiffre d'affaires de M MAD 1 954,7 (+8%) et d'un RN en hausse de +3,7% à M MAD 246,9. A accumuler.

Imane Foual	+212 5 22 42 78 28	i.foual@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

TAQA MOROCCO
Accumuler
Objectif de cours : MAD 1 056
ELECTRICITE

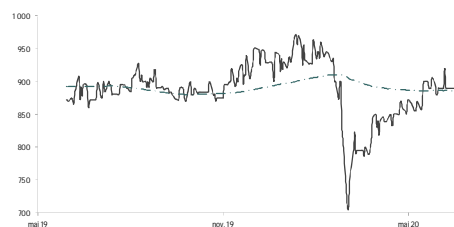
Cours au 21/05/21 : MAD 1 021

Capitalisation boursière : M MAD 24 083,9

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA Consolidé	9 117,9	7 788,7	8 544,9	8 905,2
EBITDA	3 503,0	3 154,0	3 293,5	3 413,9
Marge d'EBITDA	38,4%	40,5%	38,5%	38,3%
EBIT	2 550,1	2 358,8	2 460,1	2 524,9
Marge opérationnelle	28,0%	30,3%	28,8%	28,4%
RNPG	1 054,2	880,1	953,6	978,1
Dettes nettes	8 345,0	7 775,0	8 453,7	8 467,9
Gearing	126,8%	117,2%	124,8%	122,5%
ROCE	17,4%	15,0%	16,0%	16,3%
VE/CA	3,3x	3,8x	3,8x	3,7x
VE/EBITDA	8,6x	9,3x	9,9x	9,5x
VE/Capitaux employés	2,1x	1,9x	2,1x	2,1x
BPA	44,7	37,3	40,4	41,5
P/E	20,8x	24,5x	25,3x	24,6x
P/B	4,0x	3,9x	4,2x	4,1x
DPA	36,0	35,0	36,0	40,0
D/Y	3,9%	3,8%	3,5%	3,9%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 1 023,0 / 850,2

Codes: TQM.CS / TQM.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

TAQA	85,8%
Flottant	14,2%
Autres	0,0%

Profil : Opérateur de la plus grande Centrale Thermique à charbon indépendante de la région Afrique et du Moyen-Orient et filiale de l'émirati TAQA, TAQA MOROCCO est le principal fournisseur privé d'électricité de l'ONEE, disposant d'une infrastructure industrielle de 6 Unités totalisant 2 056 MW.

Au terme de l'année 2020, le Groupe enregistre un chiffre d'affaires consolidé en repli de -14,6% à M MAD 7 789, essentiellement imputable (i) à la réalisation de la révision majeure de l'Unité 5 au cours du T4 2019 (sachant que JLEC 5&6 clôture ses comptes au 30 septembre) et (ii) à la dégradation des frais d'énergie induite par l'évolution du prix d'achat du charbon sur le marché international (refacturées à l'ONEE).

Au T1 2021, les revenus consolidés ont affiché un léger redressement de +1,5% à M MAD 1 912, pour un Bottom Line de M MAD 229 (+51,4% vs. T1 2020).

Forces

- Adossement au Groupe émirati TAQA ;
- Principal producteur d'électricité et fournisseur de l'ONEE au Maroc ;
- Contrat d'acheteur unique avec l'ONEE avec une visibilité sur les tarifs de ventes ;
- Prorogation en janvier 2020 du contrat de fourniture d'énergie électrique (PPA) des Unités 1 à 4 jusqu'en 2044 pour l'aligner sur la durée de celui des Unités 5 & 6 ;
- Stabilité du Business Plan compte tenu du contrat de concession long terme signé avec l'ONEE ;
- Poursuite des efforts de digitalisation dans le but d'augmenter de 2-3 ans les cycles des Unités (8 ans actuellement), devant permettre de générer des gains substantiels en termes de coûts de maintenance et de croissance des revenus.

Faiblesses

- Niveau d'endettement qui demeure élevé.

Opportunités

- Potential sur l'éolien, le photovoltaïque et le gaz naturel ;
- Possibilité de développement en Afrique ;
- Développement de la phase Gaz to Power, qui comprend des infrastructures et installations gazières et électriques.

Menaces

- Potential de pertes opérationnelles dans le cas d'un rapport prix du charbon / indice API II défavorable ;
- Une activité très dépendante des fluctuations des cours du charbon à l'international.

Recommandation : TAQA MOROCCO devrait clôturer l'année 2021 avec des réalisations commerciales en progression de +9,7% à M MAD 8 545 comparativement à 2020. Cette hausse devrait être notamment attribuée à une appréciation des frais d'énergie consolidés, profitant de la hausse escomptée du prix du charbon à l'international, passant de USD 64/tonne métrique à fin 2020 à USD 75.

De son côté, le taux de disponibilité global des Unités 1 à 6 devrait ressortir en repli de -1,2 points à 94%, intégrant l'impact (i) d'une révision majeure planifiée de l'Unité 6 pour une durée de 61 jours (réalisée au cours du 1^{er} trimestre de l'année) et (ii) d'une révision mineure de l'Unité 3.

Compte tenu des éléments précités et de la solidité du Business Plan du Groupe, nous recommandons d'accumuler le titre dans les portefeuilles.

Soufiane DADA	+212 5 22 42 78 24	s.dada@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

TOTAL MAROC
GAZ

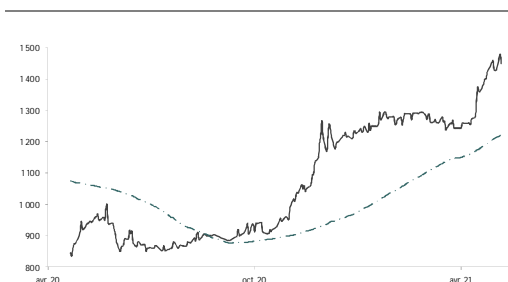
Cours au 21 05 21 : MAD 1 450,0

Capitalisation boursière: M MAD 12 992,0

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
CA consolidé	12 309,9	8 823,9	9 882,8	10 673,4
EBITDA	1 184,0	1 119,9	1 136,5	1 227,4
Marge d'EBITDA	9,6%	12,7%	11,5%	11,5%
EBIT	846,8	762,9	810,9	872,5
Marge d'EBIT	6,9%	8,6%	8,2%	8,2%
RNPG	599,9	451,2	602,1	644,6
Dette nette	(959,9)	(1 230,2)	(1 575,3)	(1 408,3)
Gearing	ns	ns	ns	ns
ROCE	26,5%	29,8%	35,5%	31,2%
VE/CA	0,8x	1,1x	1,2x	1,1x
VE/EBITDA	8,0x	8,5x	10,0x	9,4x
VE/Capitaux employés	4,2x	5,3x	7,1x	5,9x
BPA	66,9	50,4	67,2	71,9
P/E	17,4x	23,8x	21,6x	20,2x
P/B	3,5x	3,9x	4,5x	4,2x
DPA	56,0	50,4	50,4	56,0
D/Y	4,8%	4,2%	3,5%	3,9%

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 1480,0 / 850,0

Codes : TMA.CS /

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

TOTAL Outre Mer	55,0%
ZAHID INTERNATIONAL FZE	30,0%
Flottant	14,9%
Personnel	0,1%

Profil : Filiale de la Major pétrolière Française, TOTAL MAROC est le 3^{ème} distributeur de produits pétrolier au Maroc avec un réseau constitué de 348 stations (à fin décembre 2020) et une part de marché estimée à 15%. Affectée par le contexte pandémique, la société enregistre, au terme de l'année 2020, un chiffre d'affaires consolidé en dégradation de -28,3% à M MAD 8 823,9, pour des volumes écoulés en repli de -12,1% à 1 556 KT. Pour sa part, le RNPG accuse une baisse de -25% à M MAD 451 pour une marge nette qui se fixe à 5,1% (contre 4,9% un an plus tôt).

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Offre couvrant l'ensemble des produits du marché des hydrocarbures ; Un large réseau de couverture avec 348 stations à fin 2020 ; Un mix produits favorable avec le développement continu de concepts à forte marge (CARGLASS, etc.) Une situation financière saine (désendettement sur les 4 dernières années) ; Adossement au Groupe français TOTAL assurant le volet couverture de change et approvisionnement ; Un dividend yield attractif (4,2% en 2020) comparativement à celui du marché. 	<ul style="list-style-type: none"> Communication financière insuffisante ; Faibles capacités de stockage par rapport aux exigences réglementaires de 60 jours de CA.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Eventuelles opérations de rapprochement entre opérateurs et possible segmentation des enseignes de distribution ; Possibilité de se lancer dans la distribution de GNL dans le cadre du projet « GAS To POWER » au Maroc ; Potentiel à terme des énergies alternatives dont les perspectives de croissance s'avèrent prometteuses. 	<ul style="list-style-type: none"> Exposition aux fluctuations des cotations du brut à l'international pouvant induire un effet de stock pénalisant ; Eventuel retard d'un retour à plein régime pour le transport aérien pouvant impacter le CA aviation ; Risques fiscaux (potentiel examen de l'Office des Changes et redressement portant sur l'IS, l'IR et la TVA des exercices 2018, 2019 et 2020).

Recommandation : Bien que l'année 2021 s'annonce sous de bons auspices avec une relance de l'économie mondiale et une reprise des cours du pétrole (+35% en y-t-d) après une chute historique constatée en 2020, TOTAL MAROC devrait continuer à pâtir des effets de la crise sanitaire à court terme. Certes, la société devrait afficher des réalisations mieux orientées qu'en 2020 mais sans pour autant dépasser ses niveaux pré-crise, notamment en raison :

- De la poursuite des restrictions sanitaires et la limitation des déplacements devant impacter aussi bien le trafic routier que la vente de prestations au niveau des stations-services ;
- Du retard d'un retour à plein régime pour les CHRs (Cafés, Hôtels et Restaurants) devant impacter l'activité restauration dans les stations-services et limiter les écoulements du segment GPL (représentant 30% du chiffre d'affaire global) ;
- De la forte baisse du trafic aérien et du tourisme ayant un impact direct sur les ventes du segment Aviation ;
- Et, du risque fiscal avec un (i) potentiel examen de l'Office des Changes, un (ii) redressement portant sur l'IS, l'IR et la TVA des exercices 2018, 2019 et 2020 et un (iii) un éventuel rappel de cotisations à la CNSS.

Compte tenu des éléments précités, nous recommandons d'**Alléger** le titre.

Hassan Mezrioui	+212 5 22 42 78 22	h.mezrioui@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma

Wafa ASSURANCE

Conserver

Objectif de cours : MAD 3 985

ASSURANCES

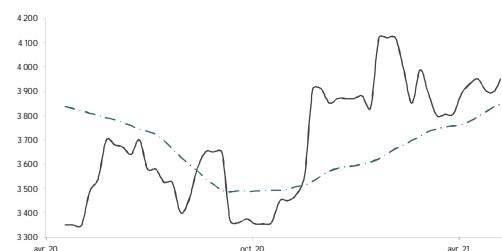
Cours au 21 05 21 : MAD 3 900,0

Capitalisation boursière: M MAD 13 650,0

En M MAD	2019	2020	2021e	2022e
Primes acquises nettes Vie	5 067,2	4 348,5	4 522,5	4 839,1
Primes acquises nettes Non Vie	3 239,1	3 300,6	3 465,7	3 708,3
Total revenus	8 306,2	7 649,2	7 988,2	8 547,3
Résultat technique	757,0	704,4	738,6	827,7
Résultat Net	649,5	404,5	574,5	653,8
Fonds propres	5 997,5	5 982,0	6 206,5	6 475,3
ROE	10,8%	6,8%	9,3%	10,1%
Ratio Combiné	112,6%	106,4%	107,5%	110,1%
P/E	21,0x	33,5x	23,8x	20,9x
P/B	2,3x	2,3x	2,2x	2,1x
D/Y	3,1%	2,6%	2,8%	3,1%
BPA	185,6	115,6	164,2	186,8
Variation du BPA	6,8%	-37,7%	42,1%	13,8%
ANPA	1 713,6	1 709,1	1 773,3	1 850,1
DPA	120,0	100,0	110,0	120,0

+Haut/+Bas 12 mois : MAD 4129,0 / 3350,0

Codes : WASS.CS / WAA.MC

COURS ET MOYENNE MOBILE LONGUE

ACTIONNARIAT

 OGM 79,3%
 Flottant 20,7%

Profil : A l'issue de l'année 2020, le leader du secteur des assurances affiche un RN en détérioration de -37,7% à M MAD 404, pâtissant de (i) la contreperformance des marchés financiers couplée à la baisse des dividendes distribués par certains émetteurs, (ii) de la montée des impayés et (iii) de l'intégration d'une contribution au Fonds spécial dédié à la gestion de la pandémie (près de M MAD 100 sur les comptes).

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> Un actionariat de référence permettant de développer des synergies avec les filiales du Groupe AL MADA ; Leader du secteur des assurances depuis 2008 avec une position forte sur ses 2 branches d'activité ; Une marge de solvabilité très confortable (263%) ; Montée en charge des Unités de Compte ; Accélération de sa stratégie de développement en Afrique à travers de nouvelles implantations prévues sur les 5 prochaines années ; Développement de l'assurance inclusive à travers le lancement du produit « Taamine Iktissadi » (360 000 personnes couvertes à fin 2020) ; Possibilité de réalisation de plus-values via le recours aux OPCI ; Possibilité de consolider ses filiales africaines devant avoir un impact positif sur ses réalisations, notamment en termes de primes (un CA global de M MAD 1 179 en 2020 contre un RN cumulé de M MAD 82) ; Accélération du processus de transformation digitale à travers le lancement de sa Digital Factory. 	<ul style="list-style-type: none"> Une forte exposition sur les placements en actions cotées (25,5% en 2020).
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> Reprise escomptée de l'Épargne ainsi que de la Branche Automobile en lien avec une amélioration attendue de la situation économique ; Possibilité de non-constatation de provisions supplémentaires suite au report attendu de l'entrée en vigueur de la provision pour risque tarifaire par l'ACAPS ; Reprise attendue du marché boursier marocain en 2021. 	<ul style="list-style-type: none"> Mauvaise tenue attendue en 2021 de l'Assurance Maladie, les Accidents Corporels et les Accidents de Travail en lien avec une baisse de la masse salariale déclarée ; Baisse anticipée de l'encaissement des primes pouvant émaner des difficultés de trésorerie des assurés et des intermédiaires ; Baisse probable des dividendes à distribuer par certaines sociétés au titre de l'exercice 2020 ; Réduction attendue des excédents de marge de solvabilité avec le passage à la Solvabilité Basée sur les Risques.

Recommandation : En 2021, Wafa ASSURANCE devrait afficher une hausse de +42% de son RNPG à M MAD 574,5, redevable principalement à l'amélioration attendue de son résultat financier (+13%) et à la non-récurrence du Don au Fonds COVID.

Au volet stratégique, la compagnie devrait consolider son positionnement de leader notamment à travers (i) le lancement de nouveaux produits, (ii) le développement de son processus de digitalisation, particulièrement pour les Branches Automobile, Santé et Retraite collective, et (iii) le renforcement de sa présence via une implantation prévue dans 6 pays en Afrique sur les 5 prochaines années. A conserver.

Khadija EL MOUSSILY	+212 5 22 42 78 25	k.elmoussily@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER	+212 5 22 42 78 52	g.benider@bmcek.co.ma



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



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



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

Disclaimer

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

Le présent document a été préparé et diffusé par les entités et affiliées de BANK OF AFRICA-BMCE Group parmi lesquelles, l'ensemble des entités du groupe BMCE Capital S.A., (ci-après désignées conjointement, par « 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 de 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 de BANK OF AFRICA-BMCE Group, le destinataire et / ou les destinataires du présent document, déclarent expressément et irrévocablement que les entités de 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 de 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, 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 à 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 de 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 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. »