

ITISSALAT AL-MAGHRIB

Une orientation du titre assujettie à la politique de dividendes future

Opérateur télécom

Reuters/ Bloomberg : IAM.CS/IAM MC

Maroc

Dounia FILALI
d.filali@bmcek.co.ma
Hassan MEZRIOUI
h.mezrioui@bmcek.co.ma

Cours

MAD 138

Au 06/09/2021

Upside
+5%

Recommandation

Accumuler

Précédente : Accumuler

Objectif de cours

MAD 145

Précédent : MAD 142

Un titre à Accumuler

Légère revue à la hausse de notre cours cible à MAD 145 (vs. MAD 142 en mars dernier) aboutissant à des PER cibles de 22,4x en 2021^E et 21,1x en 2022^E.

Une résilience confirmée

En dépit de l'ampleur des investissements prévus pour les années à venir, l'opérateur historique dispose d'une forte capacité de génération de Cashs notamment grâce à sa maîtrise des coûts opérationnels lui permettant de maintenir ses marges à des niveaux satisfaisants.

L'Afrique, eldorado des Télécoms

Bien que les activités à l'international affichent une croissance soutenable avec des revenus en affermissement (près de 48% du CA consolidé), le potentiel de la région demeure inexploité. IAM pourrait renforcer davantage ses réalisations sur le continent en pénétrant la région de l'Est.

Indicateurs financiers clés

	2019a	2020a	2021p	2022p
Chiffre d'affaires	36 517	36 769	35 819	36 670
EBIT	8 232	12 018	11 211	11 184
RNPG	2 726	5 423	5 687	6 016
BPA	3,1	6,2	6,5	6,8
Var. (%)	-54,6%	98,9%	4,9%	5,8%
DPA	5,5	4,0	6,0	6,3
ROE	23%	43%	38%	38%
PE multiple (X)	49,3	23,5x	21,6x	20,3x
Dividend yield	3,6%	2,8%	4,3%	4,5%
Payout	149,4%	56,4%	95,0%	95,0%

Source : BMCE Capital Global Research

La transformation numérique poursuivie

MAROC TELECOM devrait également profiter de la poursuite des chantiers de digitalisation au Maroc tant par les entreprises que par les administrations publiques, boostés par les effets de la crise pandémique, ce qui renforcerait le segment fixe comme en atteste l'expansion du parc ADSL de +9,2% au T1 2021.

Un environnement règlementaire moins favorable

MAROC TELECOM pourrait continuer de pâtir en 2021^E d'un contexte règlementaire davantage contraignant notamment en raison du maintien de l'asymétrie tarifaire, facilitant l'intensification de la concurrence.

Un retour attendu des dividendes

Enfin, l'acquisition par ETISALAT GROUP des intérêts d'ABU DHABI FUND FOR DEVELOPMENT dans MAROC TELECOM pourrait vraisemblablement être perçue comme un signal positif, notamment quant au retour à une politique normative en matière de distribution de dividendes dans le futur.

Informations boursière

Cours (MAD)	138
Objectif de cours	145
Upside	5%
Recommandation	Accumuler
Nombre d'actions (M)	879
Capitalisation boursière (M MAD)	121 315
Flottant	19,16%
Perf. y-t-d	-3%
Haut/Bas 12m	149/134
Volatilité	10,0%

Source : BMCE Capital Global Research

Valorisation de la société (1/2)

CATALYSEURS DE CROISSANCE

- ✓ Adossement au Groupe émirati ETISALAT ;
- ✓ Résilience confirmée de la valeur ;
- ✓ Dynamisme du segment Fixe & Internet dans un contexte de crise sanitaire...
- ✓ ... Accompagné d'une intensification des investissements en infrastructures Internet devant permettre de booster ce segment où il demeure encore un potentiel à exploiter ;
- ✓ Lancement prévu en 2023 de la 5G devant permettre au secteur d'entamer un nouveau cycle haussier ;
- ✓ Forte capacité de génération de Cashes ;
- ✓ Relais de croissance géographique important avec 10 filiales sur le continent Africain.

RISQUES DE VALORISATION

- ✗ Essoufflement du Marché marocain, notamment sur le segment Mobile, avec son arrivée à maturité...
- ✗ ...Et, perte de parts de Marché en raison de la dégradation de la qualité de service et de l'agressivité de la concurrence ;
- ✗ Poursuite de la baisse de l'ARPU en raison de l'intensification de la concurrence et de la baisse du pouvoir d'achat ;
- ✗ Dégradation des revenus Roaming et entrants international dans un contexte toujours marqué par les restrictions de déplacements ;
- ✗ Probable accélération de l'application des mesures de dégroupage qui devrait à terme peser sur les performances du segment Fixe & Internet ;
- ✗ Importants investissements à venir pour le déploiement de la 5G.

≡ Méthode de valorisation

Pour les besoins de l'évaluation du Groupe MAROC TELECOM, nous nous sommes basés sur la méthode d'actualisation des cash-flows futurs -DCF.

Nouvelles vs. anciennes hypothèses de valorisation

	Nouvelles hypothèses	Anciennes hypothèses	Impact sur la valorisation
TCAM CA 20-30	1,9%	0,6%	↗
Marge EBITDA moyenne 21-30	50,7%	50,9%	↘
Taux actualisation	7,2%	7,2%	↔
Taux sans risque	2,4%	2,4%	↔
Prime de risque	8,5%	8,2%	↗
Gearing cible	35,4%	30,0%	↗
Bêta	0,8	0,8	↔
Taux de croissance à l'infini	0%	0,0%	↔

Source : BMCE Capital Global Research

Nos prévisions sur la croissance des revenus ont été revues à la hausse en raison de l'intégration des premiers effets de la 5G dans les réalisations commerciales en fin de décennie.

Notre modèle DCF fait ressortir un cours cible de MAD 145, soit un Upside de 3% vs. cours actuel

Evolution des principaux agrégats financiers et projections

M MAD	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Valeur terminal
EBE	18 554	18 885	19 025	19 024	19 151	19 556	
-Impôts	6 494	5 665	5 707	5 707	5 745	5 867	
+Gains sur amortissements	2 203	2 310	2 448	2 528	2 498	2 498	
-Investissements	4 298	4 767	8 192	8 430	8 677	6 002	
FCF	10 269	11 040	7 587	8 163	6 843	9 975	138 256
Facteur d'actualisation	0,98	0,91	0,85	0,79	0,74	0,69	0,52

Valeur entreprise	127 131
+Somme des FCF actualisés	69 516
+Valeur terminale	72 360
-Endettement net	14 745
Nombre d'actions (en millions)	879

	2021e	2022e
BPA	6,5	6,8
PER cible	22,4	21,1
Objectif de cours	145	
Price	138	
Upside/downside	+5%	

Source : BMCE Capital Global Research

Valorisation de la société (2/2)

≡ Méthode des comparables boursiers

A titre indicatif, nous présentons les comparables de MAROC TELECOM, dont l'échantillon est composé des peers internationaux suivants :

Principaux comparables boursiers en date du 03/09/2021

Sociétés	Pays	Capi. En M USD	P/E 2021e	P/B 2021e	VE/EBITDA 2021e
MAXIS BHD.	Malaisie	9 103,0	25,9x	5,3x	12,1x
PLDT, Inc.	Indonésie	5 741,0	9,9x	2,0x	5,1x
STARHUB LTD	Singapour	1 606,0	15,2x	4,1x	6,3x
Moyenne comparables		5 483,3	17,0x	3,8x	7,8x
MAROC TELECOM	Maroc	13 776,0	21,6x	7,6x	7,5x

Source : BMCE Capital Global Research, Six Financial

Valorisation de MAROC TELECOM par la méthode des comparables

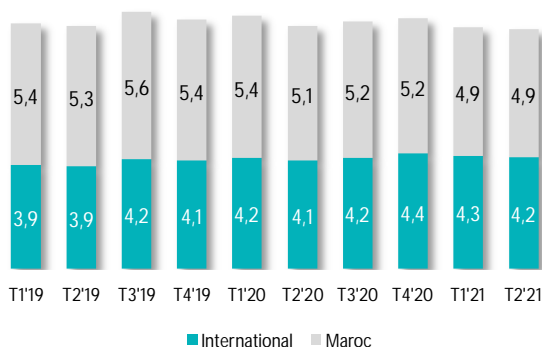
	RNPG 2021e	FP 2021e	EBE 2021e
MAROC TELECOM (M MAD)	5 727	14 522	18 626
Valorisation induite (M MAD)	202 295	45 528	137 551
Prix cible par action (MAD)	109,98	62,22	165,47
Moyenne Cours (MAD)		113	

Source : BMCE Capital Global Research, Six Financial

Company Overview

L'Afrique, véritable relais de croissance

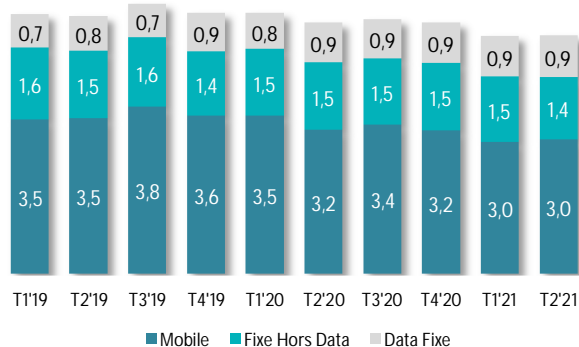
Evolution et structure du CA Groupe par région



Source : BMCE Capital Global Research

Le Mobile Maroc en perte de vitesse

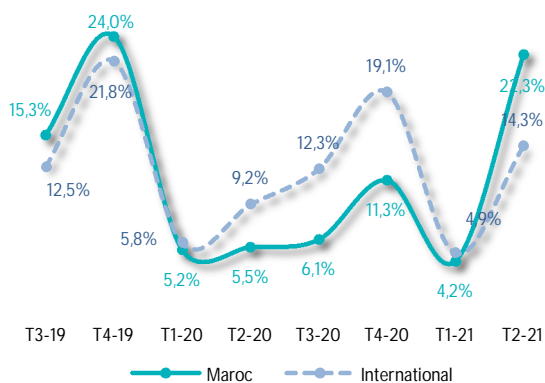
Evolution et structure du CA Maroc par activité



Source : BMCE Capital Global Research

Une reprise des investissements au T2 2021

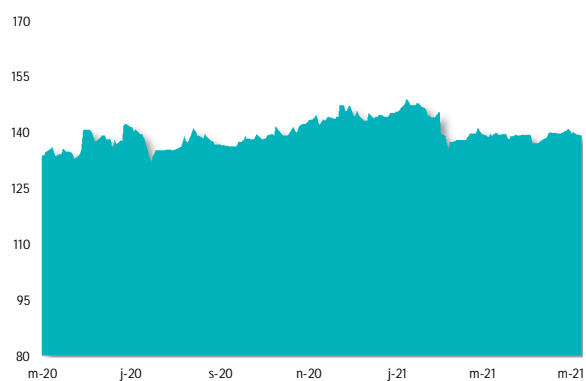
Evolution du CAPEX/CA



Source : IAM, BMCE Capital Global Research

Une perf. y-t-d de -3% (vs.12,4% pour le MASI)

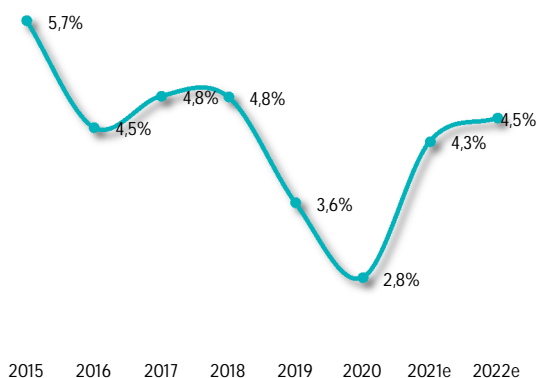
Evolution du cours une année glissante



Source : Bourse de Casablanca, BMCE Capital Global Research

Baisse a priori conjoncturelle du dividende

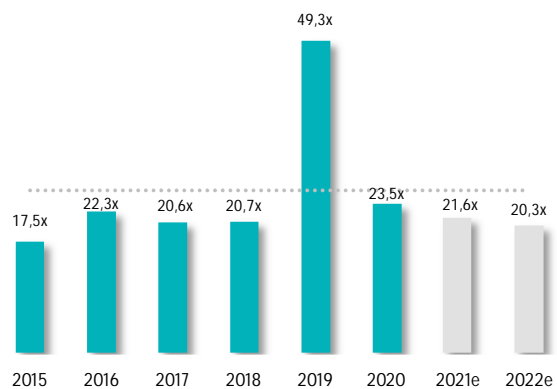
D/Y réalisé et prévisionnel de MAROC TELECOM



Source : Bourse de Casablanca, BMCE Capital Global Research

Retour du PER à son niveau normatif attendu pour 2022

PER réalisé et prévisionnel de MAROC TELECOM

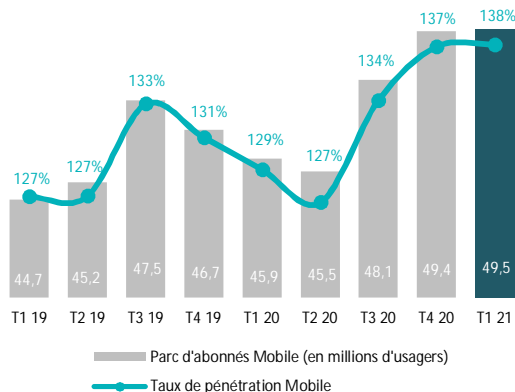


Source : IAM, BMCE Capital Global Research

Industry Overview

Un taux de pénétration en hausse de 4 pts à 137%

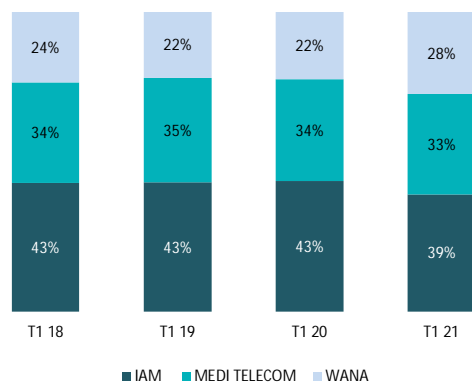
Evolution du parc d'abonnés Mobile



Source : ANRT, BMCE Capital Global Research

Une intensification de la concurrence sur le Mobile

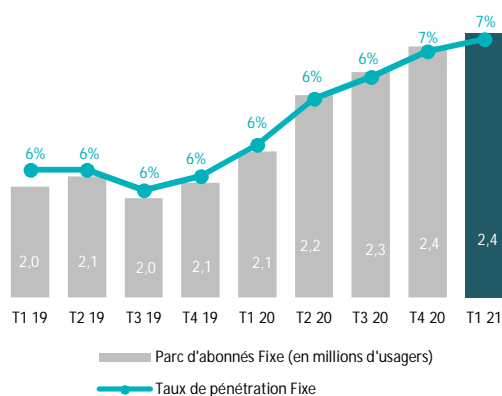
Part de Marché par opérateur du segment Mobile



Source : ANRT, BMCE Capital Global Research

Un parc de près de 2,4 M d'abonnés à fin 2020

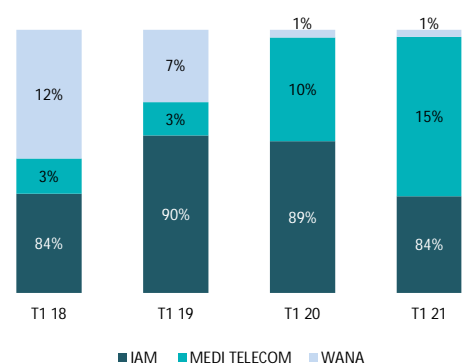
Evolution du parc d'abonnés Fixe



Source : ANRT, BMCE Capital Global Research

Une perte de PDM sur le Fixe

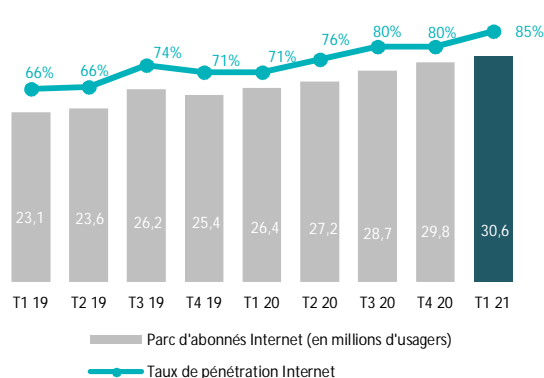
Part de Marché par opérateur du segment Fixe



Source : ANRT, BMCE Capital Global Research

Hausse du parc global Internet de +17% en y-o-y

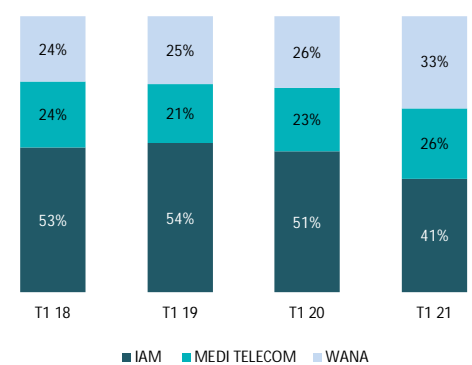
Evolution du parc d'abonnés Internet



Source : ANRT, BMCE Capital Global Research

Engouement de la concurrence pour Internet

Part de Marché par opérateur du segment Internet



Source : ANRT, BMCE Capital Global Research

Analyse financière et prévisions (1/3)

Evolution des principaux agrégats financiers et projections

IFRS en M MAD	2 019	2020	Var %	2021e	Var %	S1 2020	S1 2021	Var %	% Réalisations
Chiffre d'affaires Groupe	36 517	36 769	0,7%	35 819	-2,6%	18 323	17 780	-3,0%	49,6%
Maroc	21 690	20 881	-3,7%	n/d	n/d	10 524	9 774	-7,1%	n/a
International	16 095	16 883	4,9%	n/d	n/d	8 318	8 515	2,4%	n/a
EBITDA Ajusté Groupe	18 922	19 100	0,9%	18 554	-2,9%	9 603	9 160	-4,6%	49%
Marge (%)	51,8%	51,9%	0,1 pts	51,8%	-0,1 pts	52,4%	51,5%	-0,9 pts	n/a
Maroc	12 294	11 950	-2,8%	n/d	n/d	5 980	5 390	-9,9%	n/a
Marge (%)	56,7%	57,2%	54,9%	n/d	n/d	56,8%	55,1%	-1,7 pts	n/a
International	6 629	7 150	7,9%	n/d	n/d	3 623	3 771	4,1%	n/a
Marge (%)	41,2%	42,4%	1,2 pts	n/d	n/d	43,6%	44,3%	0,7 pts	n/a
EBITA Ajusté Groupe	8 232	12 018	46,0%	11 211	-6,7%	5 836	5 571	-4,5%	49,7%
Marge (%)	22,5%	32,7%	10,1 pts	31,3%	-1,4 pts	31,9%	31,3%	-0,5 pts	n/a
Maroc	8 294	8 079	-2,59%	n/d	n/d	4 037	3 524	-12,7%	n/a
Marge (%)	38,2%	38,7%	45,2%	n/d	n/d	38,4%	36,1%	-2,3 pts	n/a
International	3 246	3 520	8,44%	n/d	n/d	1 798	2 046	13,8%	n/a
Marge (%)	20,2%	20,8%	68,2%	n/d	n/d	21,6%	24,0%	2,4 pts	n/a
RNPG Publié Groupe	2 726	5 423	98,9%	5 687	4,9%	3 006	2 832	-5,8%	49,8%
CAPEX Groupe	6 788	3 448	-49,2%	n/d	n/d	1 186	2 115	78,3%	n/a
CAPEX / CA Groupe (hors fréquences & Licences)	14,70%	9,00%	-5,7 pts	15%	6,0 pts	6,50%	11,90%	5,4 pts	n/a
CFFO ajusté Groupe	13 352	15 719	17,7%	n/d	n/d	7 099	5 478	-22,8%	n/d
Dettes nettes Groupe	17 350	17 619	1,6%	16 979	-3,6%	18 659	14 908	-20,1%	n/a
Dettes nettes / EBITDA Groupe	0,9	0,9	0,0 pts	0,9	1,5 pts	1,0	0,8	-0,2 pts	n/a

Source : Société, BMCE Capital Global Research

≡ Performances commerciales

Réalizations S1-21 : Des revenus consolidés en baisse de -3% à MAD 17,8 Md

🔴 Contraction des revenus mobiles au Maroc de -11,7% à M MAD 5 985 expliquée par :

- L'intensification de la concurrence particulièrement sur le segment Data prépayé ;
- L'impact de la diminution de -35% des terminaisons d'appel sur le revenu des services entrants ;
- Et, l'effondrement des revenus Roaming et international en raison des restrictions drastiques des déplacements.

Partant et tenant compte également de la stagnation du parc Mobile Maroc (+0,3%) à 19,6 millions d'abonnés, l'ARPU mixte se dégrade de -11,4% à MAD 48,8, intégrant un repli de -6,7% des clients Internet 3G/4G+ vraisemblablement imputable à un effet d'éviction des clients Data Mobile vers la concurrence.

🔵 Quasi-stagnation (-0,5% à M MAD 4 702) du chiffre d'affaires Fixe et Internet au Maroc, recouvrant :

- Une hausse de +7,7% à M MAD 1 838 des revenus drainés par la Data Fixe (regroupant l'Internet, la TV sur ADSL et les services Data aux entreprises) qui continue de gagner du terrain, portée essentiellement par la hausse des lignes Fixe (+1% à 2 millions d'utilisateurs) et du Parc Haut débit (+3,3% à 1,7 million d'abonnés)...
- ... Toutefois plombée par la baisse du segment Voix.

🔵 Bonification de +2,4% (2,5% à base comparable) à M MAD 8 515 du chiffre d'affaires à l'International, représentant 47,9% des revenus globaux contre 45,4% enregistré au S1 2020. Cette progression serait essentiellement attribuable à :

- Une bonne dynamique commerciale des filiales africaines, comme en atteste la hausse du parc de +11,1% en y-o-y à 50,2 millions de clients au terme du S1 2021, tirée notamment par le Marché malien (+18,1%), burkinabé (+11,5%) et ivoirien (+8,5%) ;
- Et, une excellente tenue des activités Data Mobile (+15,4%), grâce notamment à un important programme d'extensions sur les réseaux 3G et 4G et du Mobile Money (+28,4%).

Analyse financière et prévisions (2/3)

Outlook

FY-21^E : Anticipation d'un retrait du chiffre d'affaires consolidé de -2,6% à MAD 35,8 Md, sous l'effet :

- ⚠ Du repli attendu des revenus Mobiles sortant dans un contexte (i) d'exacerbation des pressions concurrentielles, notamment au Maroc qui devrait se traduire par une perte de parts de marché et (ii) de baisse de pouvoir d'achat ;
- ⚠ De la dégradation des revenus Roaming et entrants international en raison des restrictions de déplacements. Toutefois, l'allègement des contraintes imposées aux voyageurs annoncées dès la fin du S1 21 devrait permettre de réduire partiellement ce manque à gagner ;
- ⚠ Et, de la baisse des revenus entrants impactés par la baisse planifiée des terminaisons d'appel (près de -50% d'ici fin 2021) au Maroc ...
- ⚠ ... En dépit de l'amélioration attendue des revenus Fixe et Internet compte tenu de l'élargissement de la base clients.

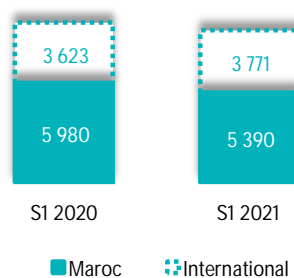
≡ Résultats opérationnels

Réalisations S1-21 : Un taux de marge maintenu

- ⚠ Dégradation de l'EBITDA consolidé ajusté de -4,6% à M MAD 9 160, incluant :
 - Une chute de -9,9% de l'EBITDA Maroc à M MAD 5 390 pour une marge toutefois maintenue à 55,1% (-1,7 pt)... ;
 - ... Partiellement compensée par la hausse de +4,1% (+4,2% à base comparable) de l'EBITDA des filiales africaines à M MAD 3 771 (soit 41,2% de l'EBITDA global), notamment grâce à l'amélioration du taux de marge brute et à une meilleure maîtrise des charges opérationnelles. De facto, la marge d'EBITDA gagne +0,7 pt (à taux de change constant) pour s'établir à 44,3% ;

Par conséquent, la marge d'EBITDA Groupe ressort en quasi-stagnation à 51,5% (-0,9 pt à taux de change constant), témoignant d'une gestion rigoureuse des coûts.

Breakdown EBITDA ajusté (Maroc et International) en M MAD



Source : Société, BMCE Capital Global Research

Outlook

- ⚠ **FY-21^E :** Baisse de -4,9% de l'EBITDA Groupe à MAD 18,6 Md accompagnée d'un léger recul de la marge à 51,2% (vs. 51,9%), négativement impacté par la baisse des terminaisons d'appel couplée au maintien des prix comparativement à ses principaux concurrents.

Analyse financière et prévisions (3/3)

≡ Rentabilité

Réalisations S1-21 : Un bottom-line mal orienté

- 📉 Repli du RNPG ajusté de -5,8% à M MAD 2 832, soit une baisse plus prononcée que celle de l'EBITDA notamment en raison d'un résultat financier qui creuse son déficit de +5,6% à M MAD -456 comparativement au premier semestre de l'année écoulée. En revanche et compte tenu de la non-réurrence de la contribution au fonds COVID-19, le RNPG publié progresse de +43,6% à M MAD 2 827.

Outlook

- 📈 **FY-21^E** : Hausse du RNPG de +4,9% à MAD 5,7 Md, essentiellement attribuable à la non-réurrence du don COVID-19 qui devrait compenser l'impact :
 - De la baisse de l'activité commerciale attendue en 2021 ;
 - Et, du renouvellement de la contribution sociale de solidarité (3,5% en 2021 vs. 2,5% en 2020).

≡ Investissements

Réalisations S1-21 : Reprise des investissements

- 📈 Bond de +78,3% en y-o-y (à taux de change constant) des investissements hors fréquences et licences à M MAD 2 115 (11,9% des revenus du Groupe) et porteraient essentiellement sur le renforcement des infrastructures afin d'accompagner la croissance du trafic et des bases clients. Le ratio CAPEX/ CA (hors fréquences et licences) ressort ainsi à 11,9% contre près de 6,5% au S1 2020.

Outlook

- 📈 Dans son guideline pour 2021, MAROC TELECOM a annoncé un retour de ses investissements à un niveau davantage normatif, à savoir 15% de ses revenus en 2021, hors fréquences et licences. Compte tenu de la solidité de ses cash-flows, la société devrait pouvoir financer sa politique d'investissement actuel (hors 5G) sans avoir recours à la dette.

≡ Endettement

Réalisations S1-21 : Baisse de la dette nette

- 📈 Allègement de l'endettement financier net de -20,1% (-20% à base comparable) à M MAD 14 908 avec des ratios de solvabilité toujours soutenables (Dette Nette/EBITDA qui se stabilise à 0,8x). Compte tenu de la solidité de ses cash-flows, la société devrait pouvoir financer ses investissements (hors 5G).

Outlook

- 📈 La tendance baissière de l'endettement de MAROC TELECOM devrait se poursuivre sur les deux prochaines années avec des gearing prévisionnels de 92% et 81,1% en 2021^E et 2022^E avant de repartir à la hausse à partir de 2023 avec l'entrée en vigueur des investissements relatifs à la 5G.

Perspectives (1/5)

≡ Impact limité de la mise en œuvre du dégroupage

Faisant suite à l'instruction du dossier de saisine déposée par INWI à l'encontre de Maroc Telecom, l'amende record (MAD 3,3 Md) infligée à l'opérateur n'est qu'une partie de la sanction prononcée par l'ANRT. Le régulateur a également émis une série d'injonctions qu'IAM devra strictement observer. L'objectif étant de remédier aux comportements constatés et de permettre le développement de la concurrence sur le segment du haut débit fixe (voix et Internet) de nature notamment à bénéficier davantage, à l'instar du mobile, aux consommateurs et aux entreprises.

Près de 18 mois après ce feuilleton judiciaire qui s'est finalement soldé par le retrait de la plainte d'INWI et le paiement par MAROC TELECOM de l'intégralité de son amende, aucun plan de route relatif au processus de dégroupage n'a été communiqué et aucun indice n'en laisse présager l'enclenchement.

Théoriquement, le dégroupage devrait avoir un double impact négatif sur les revenus Fixe de MAROC TELECOM, à savoir (i) une perte de parts de Marché suite à l'éviction d'une partie de sa clientèle vers les nouveaux entrants, en particulier sur les premières années et (ii) une baisse de l'ARPU suite au lancement d'offres concurrentielles agressives par les challengers afin de constituer leur base client. Une partie de ce manque à gagner devrait toutefois être compensé par les redevances provenant de l'usage de son réseau pour les multiples opérations que nécessite le raccordement de nouveaux abonnés (location, connexions louées, etc.).

Nous avons soumis les revenus Fixe de MAROC TELECOM à un stress test partant des hypothèses suivantes :

- Le tarif de location des lignes est établi à MAD 39,9/ligne/mois (dernier prix communiqué par IAM) ;
- Chaque ligne dégroupée est une ligne recouverte par la concurrence ;
- Un ARPU du segment Fixe fixé à MAD 249,9 (estimations BKGR pour 2020) ;
- Et, une stabilisation du parc national à 2,4 millions d'abonnés.

Stress test dégroupage

Nombre de lignes dégroupées	Pertes en PDM	Perte Brutes (M MAD)	Revenus des locations des lignes (M MAD)	Pertes nettes (M MAD)	Impact sur le CA Maroc
100 000	-4,8%	-294,3	47,9	- 246,4	-1,2%
300 000	-14,4%	- 882,8	143,6	- 739,2	-3,5%
500 000	-24,0%	- 1 471,4	239,4	-1 232,0	-5,9%
Prix de location/ ligne/mois (MAD)	39,9				

Source : BMCE Capital Global Research

Dans notre scénario le plus pessimiste où MAROC TELECOM perdrait 500 000 lignes au profit de ses concurrents, soit une perte de -24 points de PDM, le CA Maroc se contracterait de -5,9% tandis que le chiffre d'affaires Groupe afficherait une baisse relativement limitée de -3,3%.

L'intensification de la concurrence qui ferait suite au dégroupage devrait effectivement éroder la rentabilité de MAROC TELECOM mais dans des proportions relativement contenues. Aujourd'hui encore, on constate toujours un faible recours des concurrents au dégroupage encore difficile à rentabiliser au regard des coûts d'acquisition des clients en termes de frais de location de lignes et de charges marketing.

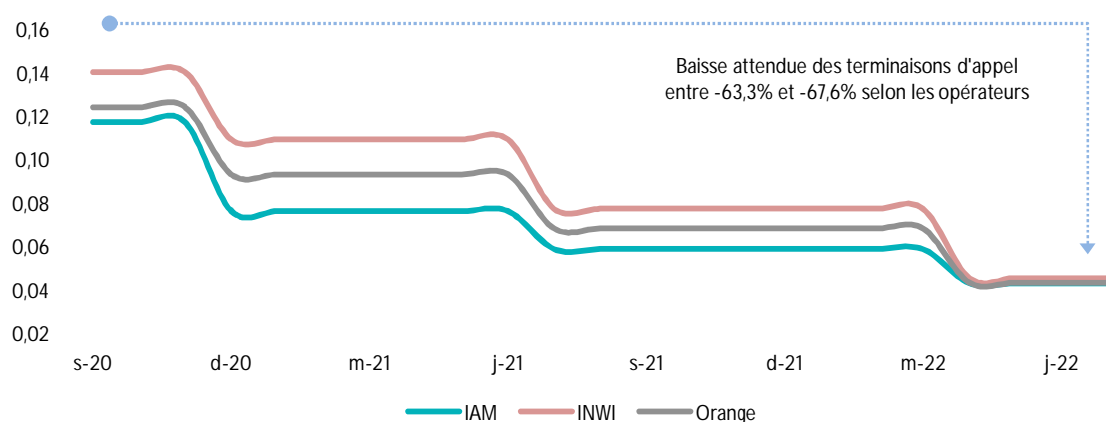
Perspectives (2/5)

≡ L'asymétrie tarifaire, bien défavorable à MAROC TELECOM

Afin de maintenir les équilibres dans les échanges de flux d'interconnexion entre opérateurs, l'ANRT a mis en place un encadrement des tarifs de terminaisons d'appel Mobile et Fixe (sur 3 étapes couvrant jusqu'à 2022), impliquant une baisse des tarifs pour le Mobile de 35% pour MAROC TELECOM, contre 25% pour ORANGE et 22% pour INWI avec maintien de l'asymétrie. L'ampleur de ces baisses tient compte de la nature des réseaux, des niveaux d'interconnexion ainsi que des spécificités de chaque opérateur.

Ainsi, il a été préconisé, à la fin dudit encadrement pluriannuel, une baisse cumulée de -70 % pour le réseau mobile (-40 % pour le réseau fixe), avec un écart qui se réduit progressivement pour converger in fine autour de 0,044 MAD/HT/Min comme illustré ci-dessous.

Planning annoncé des tarifs d'interconnexions mobiles (MAD/HT/Min)



Source : Société, BMCE Capital Global Research

En baissant les tarifs d'interconnexion, l'ANRT espère dynamiser la concurrence via le lancement d'offres plus compétitives et plus généreuses, notamment sur le segment Voix. Bien que cette mesure vise davantage MAROC TELECOM, elle pourrait fragiliser les modèles économiques des 3 opérateurs.

Il demeure très difficile de chiffrer l'impact des frais d'interconnexion sur le CA car ils n'affectent que les revenus de services entrants. Malheureusement nous n'avons aucune information sur la répartition des revenus mobile Maroc entre revenus entrants et revenus sortants. Toutefois et selon MAROC TELECOM, si l'impact est bien négatif sur le CA, il serait plutôt positif sur les marges car le montant par minute payé par un client IAM pour écouler une conversation téléphonique à travers le réseau d'un de ses concurrents est également inférieur.

≡ 5G, un véritable relais de croissance

Bien plus médiatisée que le déploiement de ses prédécesseurs, l'arrivée de la 5G est considérée comme une technologie de rupture et ce, en raison de son fort pouvoir transformationnel. En dehors des considérations purement techniques (débit et densité démultipliés), la grande avancée que devrait permettre le passage à la 5G est sa capacité à interconnecter plusieurs objets simultanément ouvrant ainsi de nouveaux champs de possibles.

Avec la multiplication des usages, notamment dans le domaine de l'industrie et de la médecine, les opérateurs télécoms devraient largement tirer profit de cette nouvelle manne. La Commission Européenne estime ainsi à EUR 225 Md les revenus générés dans le monde par la 5G à horizon 2025. Toutefois comme toute nouvelle technologie, son coût et son horizon de rentabilisation demeurent incertains.

Perspectives (3/5)

Au Maroc, le déploiement de cette technologie serait prévu en 2023 en l'absence d'une feuille de route claire sur les principaux jalons à suivre ainsi que sur les exigences du régulateur en la matière : prix de la licence, spectre des nouvelles fréquences, taux de couverture, etc.

Sur la base des éléments factuels, seule MAROC TELECOM semble apte à supporter des investissements majeurs pour acquérir et exploiter cette technologie. Les autres opérateurs seraient moins à l'aise financièrement pour pouvoir suivre, ce qui laisse à penser que le régulateur peut encore repousser l'échéance de la 5G.

Il est clair que MAROC TELECOM dispose de relais de croissance certains mais de nombreux écueils restent à surmonter avant de parvenir à en tirer pleinement profit. Un positionnement sur l'Afrique de l'Est, même tardif, devrait, à notre avis, devenir prioritaire compte tenu du potentiel de la région. Néanmoins la barrière culturelle et linguistique pourrait constituer un frein aux ambitions continentales de l'opérateur.

≡ Afrique, l'Eldorado des télécoms

Avec une population jeune, une démographie vigoureuse et un taux de pénétration de 45% seulement, le continent africain représente un choix de premier ordre pour les opérateurs télécoms en quête de croissance. Selon les prévisions de la GSMA, le parc Mobile de l'Afrique subsaharienne devrait dépasser la barre des 600 millions d'abonnés en 2025, soit un TCAM de +4,3%.

Cette hausse notable du nombre d'abonnés serait drivée par le dynamisme de l'activité Internet Mobile dont les utilisateurs devraient augmenter de +10% par an avant d'atteindre les 475 millions d'utilisateurs d'ici fin 2025. Cette croissance attendue devrait être soutenue par :

- ✓ Le déploiement d'une importante politique d'investissements en infrastructure réseaux avec un budget prévisionnel total d'USD 52 Md sur les 5 prochaines années ;
- ✓ La démocratisation des smartphones avec la multiplication des produits low cost et l'apparition d'offres de financement avantageuses ;
- ✓ Et, une plus grande accessibilité des services télécoms dans un contexte de baisse tarifaire notamment sur les réseaux haut débits.

Toutefois, le potentiel de développement est concentré sur 3 Marchés stars, à savoir le Nigéria, l'Ethiopie et la RDC qui à eux seuls devraient générer plus 40% de la croissance attendue grâce à (i) une population importante (supérieure à 80 millions d'habitants), (ii) un dynamisme économique certain avec des taux de croissance à 2 chiffres et (iii) une politique volontariste en terme de développement numérique (le Digital Ethiopia Strategy 2025 et le National Digital Economy Strategy pour le Nigeria).

MAROC TELECOM a, dès le départ, fait le choix de davantage se positionner sur l'Afrique de l'Ouest et ce, probablement pour des raisons de proximité culturel et linguistique, facilitant l'implémentation et la gestion de ses filiales.

Notons qu'afin de faire front commun et profiter pleinement des synergies commerciales et Marketing entre ses 10 filiales africaines, l'opérateur télécom a annoncé en janvier 2021 leur réunification sous une même marque : MOOV AFRICA.

≡ Vers un retour de sa politique de distribution

L'annonce de la baisse drastique du payout de MAROC TELECOM a secoué le Marché boursier marocain aussi bien en raison de son caractère exceptionnel qu'inattendu. En effet, rien ne laissait présager une telle décision compte tenu de la résilience de la société face à la crise et du niveau historiquement généreux de sa distribution. Chose qui interpelle sur ses choix futurs en la matière.

La première piste à envisager est le besoin de la société de procéder à un renforcement de ses fonds propres en particulier, dans un contexte toujours teintée d'incertitudes. Rappelons que MAROC TELECOM a connu ces deux dernières années d'importantes et exceptionnelles sorties de cash, avec le paiement de l'amende ANRT de MAD 3,3 Md et la contribution au fonds COVID-19 pour un total de MAD 1,0 Md en net, ayant vraisemblablement érodées ses réserves (-50% entre 2019 et 2020). En réduisant ainsi sa masse de dividendes de MAD 2 Md, l'opérateur parviendrait à renflouer ses fonds propres en les relevant à un niveau davantage normatif. Cette décision ne serait donc qu'une précaution prise par le Management afin de faire face plus sereinement à l'avenir.

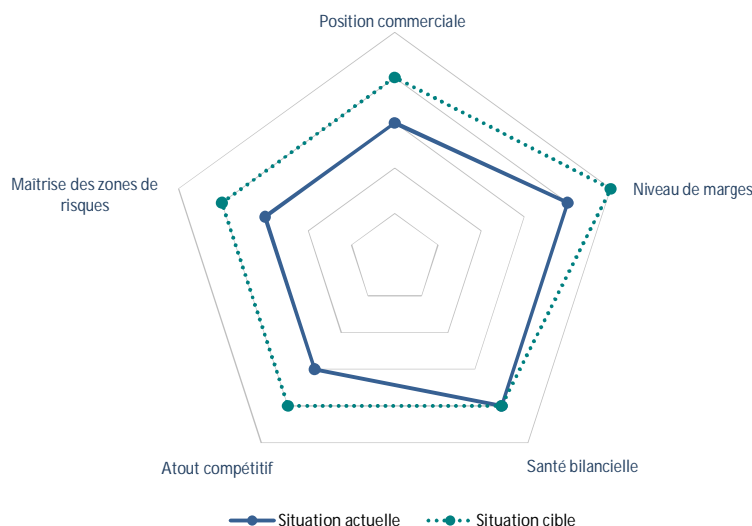
Perspectives (4/5)

La seconde piste à analyser serait, cette fois-ci, une revue à la baisse durable de sa politique de distribution dans le but de financer ses investissements futurs, notamment ceux relatifs aux déploiements de la 5G et/ou de potentielles acquisitions dans le cadre de son plan de développement continental. Cette occurrence demeure néanmoins peu probable car MAROC TELECOM dispose (i) d'une marge d'endettement suffisante, pour profiter du levier financier et (ii) d'une bonne qualité de signature qui devrait lui permettre, au besoin, de levée des fonds à des conditions intéressantes.

Enfin, le renforcement récent d'ETISALAT GROUP dans le capital de MAROC TELECOM (sauf impact sur la part des émiratis) pourrait vraisemblablement être perçu comme un signal positif, notamment quant au retour à sa politique de distribution généreuse dans le futur.

≡ Enjeux et implications stratégiques

Enjeux	Implications stratégiques	Opportunités/Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Déploiement de la 5G 	<ul style="list-style-type: none"> • Technologie de rupture annonciatrice d'un nouveau cycle pour les télécoms. 	<ul style="list-style-type: none"> • Importants investissements à prévoir en termes de licences et d'infrastructures; • Horizon de rentabilisation incertain ... • ... Toutefois, potentiel de croissance intéressant.
<ul style="list-style-type: none"> • Politique de distribution de dividendes 	<ul style="list-style-type: none"> • Structuration du financement des investissements et des acquisitions à venir; • Renforcement des Fonds propres. 	<ul style="list-style-type: none"> • Perte d'intérêts des investisseurs davantage axés sur le rendement; • Rectification du cours à la baisse afin d'intégrer ce paramètre; • Source de financement supplémentaire pour les investissements et acquisitions futurs.
<ul style="list-style-type: none"> • Filiales africaines 	<ul style="list-style-type: none"> • Principal relais de croissance de l'opérateur historique. 	<ul style="list-style-type: none"> • Potentiel de croissance intéressant (bonne dynamique démographique et taux de pénétration encore faible).



Perspectives (5/5)

≡ Prévisions 2021

Prévisions BKR vs. Guidance Groupe

En M MAD	Nouvelles prévisions BKGR 2021 ^F	Anciennes prévisions BKR 2021 ^F	Nouvelles prévisions BKR vs. anciennes	Guidance Groupe 2021 ^F
Chiffre d'affaires Groupe	35 818,71	36 503,20	⬇️	⬇️
EBITDA Groupe	18 554,09	19 018,20	⬇️	⬇️
RNPG Publié Groupe	5 687,33	5 865,20	⬇️	ND

Source : Société, BMCE Capital Global Research

Pour récapituler et au vu de ce qui précède, nous revoyons légèrement à la baisse nos prévisions pour MAROC TELECOM tablant désormais sur :

- Un CA consolidé en retrait de -2,6% à MAD 35,8 Md en 2021^e notamment en raison de (i) la diminution des revenus Roaming et International avec le retard d'ouverture des frontières (ii) la baisse des terminaisons d'appel avec le maintien de l'asymétrie tarifaire et le recul du CA Mobile Maroc compte tenu de la mauvaise tenue du segment Prépayé. ;
- Dégradation de l'EBITDA Groupe de -4,9% à MAD 18,6 Md accompagnée d'un repli de la marge à 51,8% avec la baisse des terminaisons d'appel couplée au maintien des prix comparativement à ses principaux concurrents ;
- Et, une hausse du RNPG de +4,9% à MAD 5,7 Md, la non-récurrence du don COVID-19 compensant largement l'impact du renouvellement de la contribution sociale de solidarité (3,5% en 2021 vs. 2,5% en 2020).

Bien qu'on anticipe des revenus en léger repli en 2021^e, MAROC TELECOM devrait profiter de son positionnement aussi bien au Maroc qu'en Afrique pour renouer avec sa dynamique commerciale. En effet, nous tablons sur un CA consolidé 2022^e en amélioration de +2,4% à MAD 36,7 Md, intégrant la poursuite de la montée en puissance de la Data Fixe couplée à la bonne tenue de ses activités à l'international.

Les perspectives de croissance de l'opérateur historique se confirment davantage pour les années à venir au vu de l'ampleur des investissements mobilisés et d'une situation financière soutenable. Nous ressortons ainsi avec un cours cible de MAD 145 qui valorise IAM à 22,4x et à 21,1x sa capacité bénéficiaire en 2021^e et 2022^e.

Executive Summary

COMPTES DE RESULTAT (M MAD)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
CA consolidé	36 517	36 769	35 819	36 670	37 085	37 449
EBITDA consolidé	18 922	19 520	18 554	18 885	19 025	19 024
EBIT consolidé	8 232	12 018	11 211	11 184	10 866	10 598
RN consolidé	3 599	6 289	6 575	6 955	6 630	6 469
RNPG	2 726	5 423	5 687	6 016	5 735	5 596
BILAN & AUTRES ELEMENTS (M MAD)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Immobilisations nettes totales	51 485	48 580	50 139	50 675	55 562	58 984
Total fonds propres part du Groupe	12 181	12 755	14 483	16 065	16 280	16 570
BFR	-17 460	-13 838	-14 143	-14 419	-14 434	-15 182
Dette nette	17 260	17 487	16 979	16 057	20 308	22 262
Capitaux employés	34 025	34 742	35 996	36 256	41 128	43 802
VARIATIONS & MARGES	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Variation du CA	1,3%	0,7%	-2,6%	2,4%	1,1%	1,0%
Variation de l'EBITDA	6,0%	3,2%	-4,9%	1,8%	0,7%	0,0%
Variation de l'EBIT	-25,5%	46,0%	-6,7%	-0,2%	-2,8%	-2,5%
Variation du RNPG	-54,6%	98,9%	4,9%	5,8%	-4,7%	-2,4%
Marge d'EBITDA	51,8%	53,1%	51,8%	51,5%	51,3%	50,8%
Marge d'EBIT	22,5%	32,7%	31,3%	30,5%	29,3%	28,3%
Marge nette	9,9%	17,1%	18,4%	19,0%	17,9%	17,3%
RATIOS	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Gearing	107,9%	104,8%	92,0%	81,8%	100,3%	106,1%
Dette nette/EBITDA	0,9	0,9	0,9	0,8	1,1	1,2
ROE	22,6%	42,6%	38,2%	38,4%	36,2%	34,6%
DONNES PAR ACTION (MAD)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
BPA Publié	3,1	6,2	6,5	6,8	6,5	6,4
ANPA	13,7	14,5	16,9	17,8	18,0	18,4
Dividende net/Action	5,5	4,0	6,0	6,3	6,0	5,9
VALORISATION	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
VE/CA	4,2x	3,9x	3,9x	3,8x	3,9x	3,9x
VE/EBITDA	8,0x	7,4x	7,6x	7,4x	7,6x	7,7x
VE/EBIT	18,4x	12,1x	12,5x	12,5x	13,3x	13,8x
VE/CE	4,5x	4,2x	3,9x	3,9x	3,5x	3,3x
P/E	49,3x	23,5x	21,7x	20,6x	21,6x	22,1x
P/B	11,0x	8,8x	7,7x	7,6x	7,5x	7,5x
D/Y	3,6%	2,8%	4,2%	4,5%	4,3%	4,2%
Payout ratio	149,4%	56,4%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
VE ET CAPITALISATIONS BOURSIERE (M MAD)	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Cours (MAD)	153	145	141	141	141	141
Nombre d'actions (millions)	879	879	879	879	879	879
Capitalisation boursière	134 502	127 469	123 689	123 689	123 689	123 689
Valeur d'entreprise	151 762	144 956	140 668	139 745	143 997	145 950

Source : Société, estimations BMCE Capital Global Research

NB : Cours de fin d'années fiscales pour les années historiques et derniers cours pour les années estimées

Système de recommandations

BMCE Capital utilise un système de recommandation absolu. Ainsi, la recommandation de chaque valeur est adoptée en fonction du rendement total, c'est-à-dire du potentiel de hausse (distribution de dividendes et rachats d'actions compris) à horizon 12 mois.

BMCE Capital utilise 5 recommandations : Achat, Accumuler, Conserver, Alléger, Vendre. Dans des cas spécifiques et pour une courte période, l'analyste peut choisir de suspendre son opinion, auquel cas il utilise les mentions Suspendu ou Non suivi, termes qui sont définis ci-dessous

Définition des différentes recommandations

Achat : la valeur devrait générer un gain total de plus de 20% à horizon 12 mois ;

Accumuler : la valeur devrait générer un gain total compris entre 10% et 20% à horizon 12 mois ;

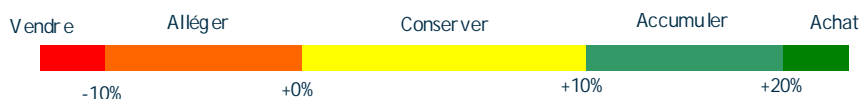
Conserver : la valeur devrait générer un gain total compris entre 0% et 10% à horizon 12 mois ;

Alléger : la valeur devrait accuser une baisse totale comprise entre 0% et -10% à horizon 12 mois ;

Vendre : la valeur devrait accuser une baisse totale de plus de -10% à horizon 12 mois ;

Suspendu / Pas de recommandation : pour des raisons déontologiques, motif d'une opération capitalistique (OPA, OPE ou autre) ou d'un changement d'analyste ;

Non suivi : cette mention est utilisée pour les sociétés au moment de leur introduction en Bourse ou avant l'initiation de couverture.



Ce système de recommandation est donné à titre indicatif. Les analystes peuvent s'en écarter en cas d'évolution erratique ou ponctuelle du cours en Bourse d'une valeur. Le changement de recommandation n'est donc pas systématique et peut, dans certains cas, n'intervenir qu'après une période d'observation permettant de confirmer la tendance du titre en Bourse.

Méthodes de valorisation

Ce document peut faire référence aux méthodes de valorisation suivantes :

DCF : La méthode des cash flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des flux de trésorerie que la société dégagera à l'avenir. Cette méthode s'appuie sur des estimations établies sur la base d'un certain nombre d'hypothèses. Nous prenons comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de la société et le coût des fonds propres estimés par l'analyse, pondérés par le poids de chacun dans le financement de la société.

Somme des parties : Cette méthode consiste à valoriser séparément les différentes activités de la société, sur la base de méthodes appropriées à chacune d'entre elles, et puis à les additionner.

Comparaisons boursières : Cette méthode consiste à comparer les ratios de la société à ceux d'un échantillon de sociétés présentes dans la même activité ou présentant un profil similaire (les « comparables ». La moyenne de l'échantillon permet de fixer une référence de valorisation. L'analyste applique par la suite une prime ou une décote en fonction de sa vision de la société (perspectives de croissance, niveau de rentabilité, etc.).

Anglo-saxons : La méthode des anglo-saxons consiste à déterminer la valeur actuelle des superprofits devant être dégagés par la société dans le futur tenant compte du minimum du ratio de solvabilité.



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



Siège : Tour BMCE, Rond Point Hassan II, Casablanca - Maroc
Bureaux : 63, Boulevard Moulay Youssef, Casablanca 20 000 – Maroc
Tél: 00 212 522 42 78 20 - Fax : 00 212 522 27 38 26
RC Casablanca n° 128905
www.bmcecapitalglobalresearch.com

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 du Groupe Bank of Africa, 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 responsable des conséquences financières ou de tous autres préjudices directs ou indirects de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement dans ledit produit ou de l'utilisation quelconque qui sera faite du document. Les entités du Groupe Bank of Africa 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 du Groupe Bank of Africa.

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. »