

ARADEI CAPITAL

Le pierre-papier de référence au Maroc

Société de placement immobilier

Reuters/ Bloomberg : ARD.CS/ARD MC

Maroc

Cours

MAD 460

Au 23/03/2022

Objectif de cours

MAD 557

Recommandation



Acheter

Meriem HACHIMI
+524265859
m.hachimi@bmcek.co.ma
Ghita BENIDER
+524265825
g.benider@bmcek.co.ma

Une recommandation à l'achat

Notre valorisation fait ressortir un cours cible de MAD 557, laissant ressortir un upside de +21% par rapport au dernier cours traité et aboutissant à des PER cibles de 16,8x en 2022^E et 22,5x en 2023^F.

Un portefeuille d'actifs de qualité

Valorisé à près de MAD 6,1 Md, le portefeuille d'actifs de la foncière cotée, affiche des KPI toujours solides même en période de crise, comme en témoigne un CAGR de +24% de sa surface GLA et un taux de rendement moyen du portefeuille de 8,59%.

Une santé financière étanche au renforcement du financement

Bien que le financement de ses projets devrait possiblement amener ARADEI CAPITAL à augmenter son capital ou à émettre de la dette, les indicateurs bilanciers et de solvabilité de la foncière devraient demeurer solides.

Une stratégie de diversification fructueuse

Profitant d'une conjoncture favorable pour l'immobilier commercial, l'élargissement du périmètre d'ARADEI CAPITAL devrait permettre à la foncière de capter une croissance externe dans plusieurs secteurs dynamiques tels que les OPCI avec l'acquisition de CLEO PIERRE SFA, la santé avec le développement de nouvelles cliniques en collaboration avec AKDITAL HOLDING et BFO PARTNERS ainsi que l'immobilier professionnel et commercial concrétisé par le projet PRISM en cours de finalisation et un projet Mixed-Use à Casablanca en cours d'étude.

Une politique de distribution généreuse

Inspirée des OPCI, la politique de distribution de la foncière cotée devrait l'amener, selon nos hypothèses, à distribuer près de 95% de ses FFO (un minimum de 85% selon la politique de la foncière) portant ainsi son D/Y à 5% à horizon 2026, soit un niveau supérieur à celui du marché. Un mécanisme qui devrait séduire les investisseurs en quête de croissance et de rendement.

Indicateurs financiers clés

| | 2019a | 2020a | 2021p | 2022p |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Chiffre d'affaires | 271,1 | 421,1 | 460,0 | 527,8 |
| EBIT | 200,3 | 291,0 | 326,6 | 385,3 |
| RNPG | 17,6 | 344,1 | 352,4 | 363,4 |
| BPA | 1,7 | 32,3 | 33,1 | 24,8 |
| Var. (%) | n/s | n/s | 2% | -25% |
| DPA | 12,40 | 18,20 | 20,86 | 17,76 |
| ROE | 0,4% | 8,2% | 8,1% | 7,6% |
| PE multiple (X) | n/s | 12,8x | 13,9x | 18,5x |
| Dividend yield | 3,10% | 4,4% | 4,8% | 4,1% |
| Payout | 100% | 95% | 95% | 97% |

Source: BMCE Capital Global Research

Informations boursières

| | |
|----------------------------------|-----------|
| Cours (MAD) | 460 |
| Objectif de cours | 557 |
| Upside | 21% |
| Recommandation | Acheter |
| Nombre d'actions (M) | 10,6 |
| Capitalisation boursière (M MAD) | 4 793,00 |
| Flottant | 27,80% |
| Perf. y-t-d | 10,8% |
| Haut/Bas 12m | 375,1/465 |
| Volatilité | 19,50% |

Source: BMCE Capital Global Research

Valorisation de la société (1/3)

CATALYSEURS DE CROISSANCE

- ✓ Un actionnariat de référence avec LABEL'VIE et la BERD ;
- ✓ Une surface GLA importante en constante amélioration et une réserve foncière importante de 281 970m² dont près de 70% sur l'axe Casa-Rabat ;
- ✓ Une politique de distribution intéressante s'inspirant de celle des OPCÍ ;
- ✓ Un portefeuille d'actifs de qualité localisés dans des zones de chalandises ;
- ✓ Des niveaux de marge solides devant poursuivre leur amélioration ;
- ✓ Un développement en cours de projets à plus grande valeur

RISQUES DE VALORISATION

- ✗ Risque de dévaluation des immeubles de placement ;
- ✗ Développement du e-commerce qui pourrait à long-terme exercer une pression à la baisse sur la fréquentation des commerces ;
- ✗ Forte dépendance aux prix du foncier, notamment dans les grandes villes.

≡ Méthode de valorisation

≡ Méthode du Dividend Discount Model

La foncière ayant pour vocation de distribuer la quasi-totalité de ses FFO, la valorisation de la société par la méthode des DDM nous semble être judicieuse.

Notre valorisation fait ressortir un cours cible de MAD 557, soit un upside de +21% par rapport au cours actuel.

Nouvelles vs. anciennes hypothèses de valorisation

| Hypothèses de valorisation | |
|--------------------------------------|---------------|
| TCAM dividendes 22-31 | 10,70% |
| Cost of Equity | 10,33% |
| Taux sans risque | 2,43% |
| Prime de risque | 7,90% |
| Bêta | 0,9 |
| Taux de croissance à l'infini | 2% |

Source: BMCE Capital Global Research

Evolution des principaux agrégats financiers et projections

| M MAD | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | Valeur terminale |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
| Dividendes | 222,1 | 260,1 | 294,4 | 318,8 | 333,6 | 520,7 | |
| Facteur d'actualisation | 0,93 | 0,85 | 0,78 | 0,71 | 0,65 | 0,59 | |
| Dividendes actualisés | 206,1 | 220,6 | 228,3 | 226,1 | 216,2 | 308,6 | 8 329,4 |

| | |
|----------------------------------|----------------|
| Valeur entreprise | 5 930,7 |
| +Somme des dividendes actualisés | 2 482,4 |
| +Valeur terminale | 3 448,3 |
| Nombre d'actions (en millions) | 10,6 |
| Objectif de cours | 557 |
| Price | 460 |
| Upside/downside | 21% |

| | 2022e | 2023e |
|-----------|-------|-------|
| BPA | 33,1 | 24,8 |
| PER cible | 16,8x | 22,5x |

Source: BMCE Capital Global Research

Valorisation de la société (2/3)

≡ Méthode des comparables boursiers

A titre indicatif, nous présentons les comparables d'ARADEI CAPITAL, dont l'échantillon est composé des peers nationaux et internationaux suivants :

Principaux comparables boursiers en date du 04/03/2022

| Sociétés | Pays | Capi. En M USD | P/E 2022 ^e | P/B 2022 ^e | VE/EBITDA 2022 ^e |
|----------------------------|----------------|----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------------|
| IMMORENTE INVEST | Maroc | 110 | 24,1x | 1,0x | 7,8x |
| EMIRA PROPERTY FUND | Afrique du Sud | 377 | 9,1x | 0,8x | 11,3x |
| ATENOR | Belgique | 427 | 6,0x | 1,1x | 9,6x |
| ECHO INVESTMENT | Pologne | 356 | 6,9x | 0,8x | 13,8x |
| PALM HILLS DEVELOPMENT CO. | Egypte | 332 | 6,3x | 0,5x | 6,2x |
| Moyenne comparables | | 298,4 | 12,5 | 1,0 | 11,3 |
| ARADEI CAPITAL | Maroc | 512 | | | |

Source: BMCE Capital Global Research, Six Financial

Valorisation d'ARADEI CAPITAL par la méthode des comparables

| | RNPG 2022e | FP 2022e | EBE 2022e |
|------------------------------|------------|----------|-----------|
| ARADEI CAPITAL (M MAD) | 348,4 | 4 746,4 | 490,4 |
| Valorisation induite (M MAD) | 3 655,7 | 4 015,5 | 4 757,9 |
| Prix cible par action (MAD) | 343 | 377 | 447 |
| Moyenne cours | | 389 | |

Source: BMCE Capital Global Research

Valorisation de la société (3/3)

≡ Méthode du DCF

Nous nous sommes basés sur la méthode d'actualisation des cash-flows futurs –DCF, également à titre indicatif, et avons retenu comme hypothèses (i) une reprise de l'activité normative dans les centres et galeries commerciales détenues par la foncière (ii) les augmentations triennales des loyers des locataires, (iii) l'intégration des loyers perçus sous l'effet de l'élargissement du périmètre devant inclure l'OPCI CLEO PIERRE, les projets PRISM et Mixed-Use de Casablanca ainsi que le développement des cliniques dans le Royaume, et (iv) un taux de vacance moyen de 4%. A noter, que notre valorisation n'intègre pas les potentiels cashflows futurs des projets dans les secteurs immobilier et éducatif du Groupe ARADEI CAPITAL.

Nouvelles vs. anciennes hypothèses de valorisation

| | Hypothèses |
|--------------------------------------|--------------|
| TCAM CA 22-30 | 19,2% |
| Marge EBITDA moyenne 21-30 | 79% |
| Taux actualisation | 9,38% |
| Taux sans risque | 2,43% |
| Prime de risque | 7,90% |
| Gearing cible | 40% |
| Bêta | 0,9 |
| Taux de croissance à l'infini | 2,0% |

Source: BMCE Capital Global Research

Notre modèle DCF fait ressortir un cours cible de MAD 451 soit un downside de -2%.

Evolution des principaux agrégats financiers et projections

| M MAD | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBE | 349,6 | 411,7 | 479,3 | 520,1 | 540,9 | 560,7 |
| -Impôts | 60,9 | 71,7 | 83,4 | 90,6 | 94,2 | 97,6 |
| +Gains sur amortissements | 2,1 | 2,2 | 1,8 | 2,0 | 2,0 | 2,1 |
| FCF | 67,8 | 136,7 | 224,7 | 413,4 | 434,7 | 441,7 |
| Facteur d'actualisation | 0,95 | 0,89 | 0,83 | 0,78 | 0,73 | 0,69 |

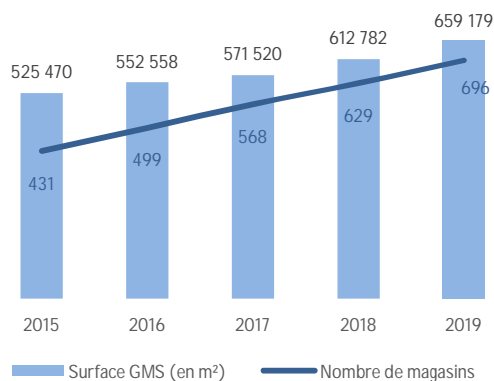
| | | | | |
|--------------------------------|----------------|--|--------------|--------------|
| Valeur entreprise | 4 802,9 | | 2021e | 2022e |
| +Somme des FCF actualisés | 2 325,8 | | BPA | 33,1 |
| +Valeur terminale | 4 350,3 | | PER cible | 13,6x |
| -Endettement net | 1 873,2 | | | 18,2x |
| Nombre d'actions (en millions) | 10,6 | | | |
| Objectif de cours | 451 | | | |
| Price | 460 | | | |
| Upside/downside | -2% | | | |

Source: BMCE Capital Global Research

Industry Overview

Un essor considérable de la grande distribution

Evolution des surfaces GMS et du nombre de magasins



Source: Société, BMCE Capital Global Research

Une industrie en plein développement

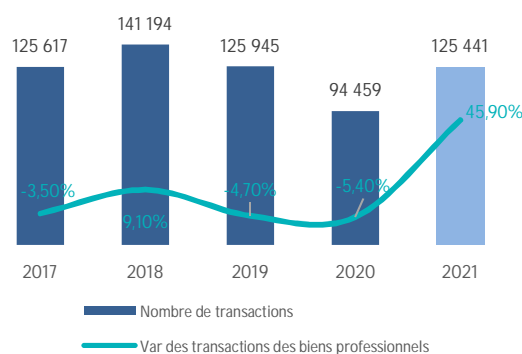
Principaux acteurs du secteur de l'immobilier locatif

| Acteur | Date de création | Surface commerciale |
|------------------|------------------|---|
| ARADEI CAPITAL | 1990 | 380 000m² |
| MARJANE HOLDING | 1990 | 300 000m² |
| GRUPE AKSAL | 2004 | 34 000m² |
| FONCIERE CHELLAH | 2005 | 350 000m² (dont 250 000m² construction) |
| ALDAR | 2010 | 23 532m² |
| IMMORENTE INVEST | 2011 | 90 732m² |

Source: Société, BMCE Capital Global Research

Un bond des transactions des biens professionnels en 2021

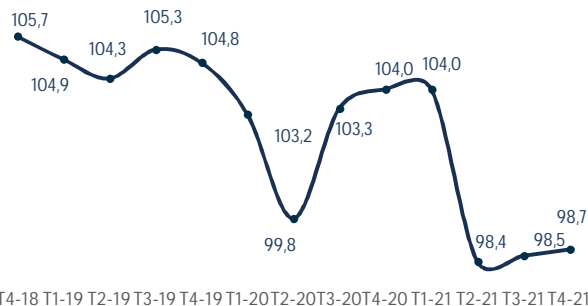
Evolution du nombre de transactions immobilières



Source: LES ECHOS, BMCE Capital Global Research

Une année 2021 pénalisée par la crise Covid-19

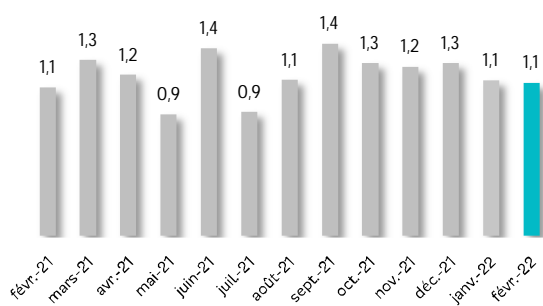
Evolution de l'IPAI



Source: BKAM, BMCE Capital Global Research

Une bonne dynamique de la construction en 2021

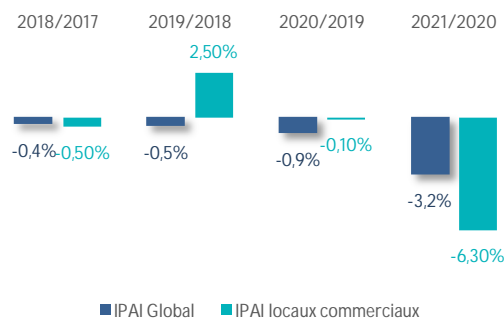
Evolution des ventes de ciment



Source: Société, BMCE Capital Global Research

Des niveaux toujours supérieurs au Marché

Evolution de l'IPAI global v.s l'IPAI des locaux commerciaux

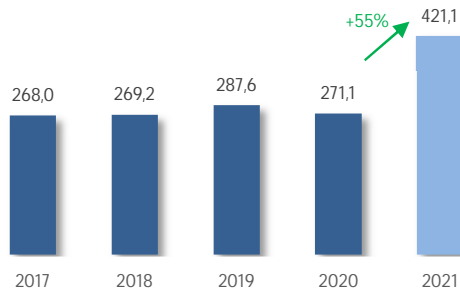


Source: BMCE Capital Global Research

Company Overview

Une reprise de l'activité en 2021

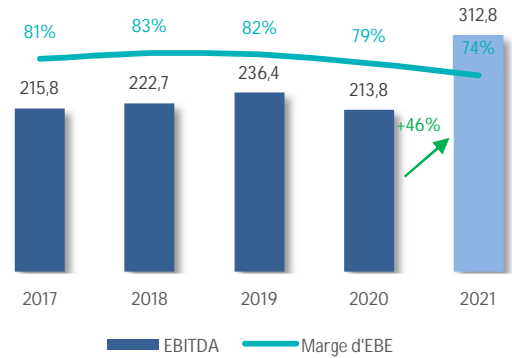
Evolution des revenus (En M MAD)



Source: Société, BMCE Capital Global Research

Des marges d'EBE solides dans un contexte de crise

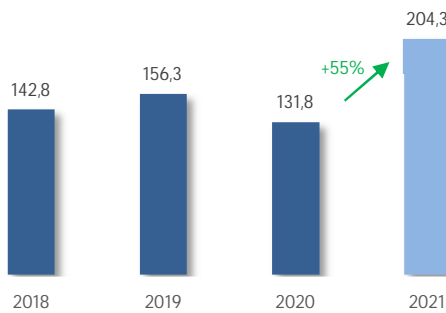
Evolution de la marge d'EBE (En M MAD)



Source: Société, BMCE Capital Global Research

Des FFO en bond en 2021

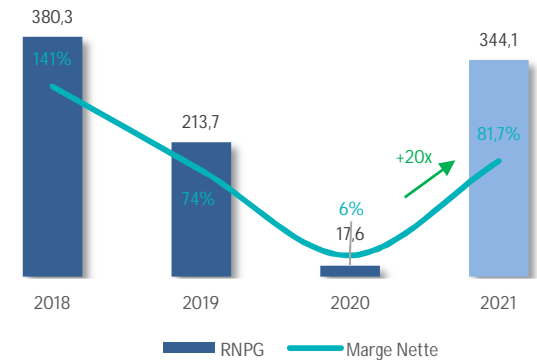
Evolution des Funds from Operations (En M MAD)



Source: Société, BMCE Capital Global Research

Une rentabilité supérieure à 2019

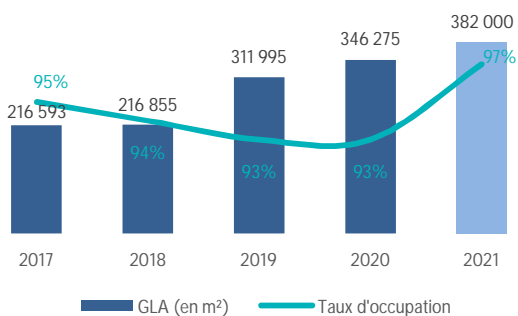
Evolution du RNPG (En M MAD)



Source: Société, BMCE Capital Global Research

Un taux d'occupation en hausse à fin 2021

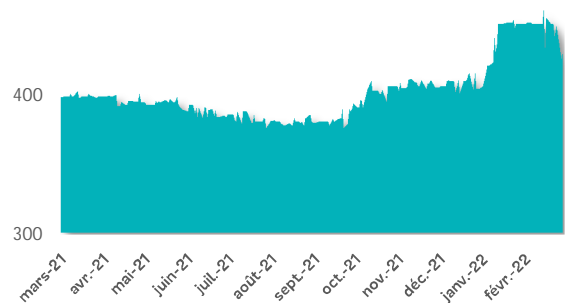
Evolution de la surface GLA et du taux d'occupation



Source: BMCE Capital Global Research

Une bonne performance du titre en 2022

Evolution du cours sur une année glissante



Source: Société, BMCE Capital Global Research

Analyse financière et prévisions (1/2)

Evolution des principaux agrégats financiers et projections

| IFRS en M MAD | 2021 | 2022e | Var % | 2023e | Var % |
|---------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Chiffre d'affaires Groupe | 421,1 | 460,0 | 9,2% | 527,8 | 15% |
| EBIT | 291,0 | 326,6 | 12% | 385,3 | 18% |
| Marge d'EBIT | 69% | 71% | 1,9pt | 73% | 2,0pt |
| EBITDA | 312,8 | 349,6 | 12% | 411,7 | 18% |
| Marge d'EBITDA | 74% | 76% | 1,7pt | 78% | 2,0pt |
| RNPG Publié Groupe | 344,1 | 352,4 | 2% | 363,4 | 3% |
| Marge nette | 82% | 77% | -5,7pt | 69% | -7,8pt |
| CAPEX | 600,0 | 200,0 | 0,3x | 200,0 | 1,0x |
| FFO | 204,3 | 234,6 | 15% | 269,2 | 15% |
| Dette nette Groupe | 1 873,2 | 2 301,6 | 23% | 2 181,2 | -5% |
| Dette nette / EBITDA | 6,0x | 6,6x | 0,6pt | 5,3x | -1,3pt |

≡ Performances commerciales

Réalisations 2021 : Une croissance à double chiffres en 2021

- 📌 En 2021, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé en progression de +55% à M MAD 421,1 et de 46% par rapport au niveau pré-crise 2019, intégrant principalement l'impact de l'élargissement du périmètre d'exploitation avec :
 - ✓ L'acquisition de CLEO PIERRE SPI RFA réalisée au T1 2021 ayant généré des revenus additionnels (un loyer additionnel estimé à M MAD 50 sur l'année 2021) ;
 - ✓ La constatation de revenus générés par les ouvertures des 4^{ème} et 5^{ème} SELA PARK à Témara et Agadir ainsi que de LBG Rabat ;
 - ✓ La confirmation de la reprise de la fréquentation des centres commerciaux et des galeries commerciales qui, en 2021, atteint 85% du niveau observé en 2019 (40 millions de visiteurs enregistrés contre 31 millions en 2020 pour l'ensemble des actifs, intégrant notamment les retail parks) ;
 - ✓ La reprise d'activité à périmètre constant pour M MAD 64 comparativement à une année 2020 marquée par la fermeture des commerces, intégrant notamment la non-récurrence de l'octroi des avoirs Covid-19 pour M MAD 30 ;
 - ✓ Et, la reprise globale de l'activité sur le périmètre constant comparativement à une année 2020 impactée par le confinement en raison de la crise sanitaire ;

Parallèlement et suite à la levée partielle et progressive de certaines mesures sanitaires, la société a également observé une nette amélioration de son taux d'occupation en hausse à 97% (+4pts en y-o-y) tandis que son taux de recouvrement se maintient à un niveau élevé de 95% (idem qu'en 2020).

Outlook

- 📌 **FY-22^F** : En 2022, les revenus devraient bondir de +9% sous l'effet de l'élargissement du périmètre avec notamment la perception des loyers du projet PRISM ainsi que les loyers perçus suite à l'ouverture des premières cliniques dans le cadre du partenariat entre AKDITAL et ARADEI CAPITAL.
- 📌 **FY-23^F** : En 2023, les revenus de la foncière devraient se bonifier de +15% tenant compte d'une hausse des loyers perçus sous l'effet des augmentations triennales des loyers conclues entre ARADEI CAPITAL et l'intégration des revenus issus de l'ouverture de nouvelles cliniques.

Analyse financière et prévisions (2/2)

≡ Résultats opérationnels

Réalisations 2021 : Des marges renforcées dans un contexte de crise sanitaire

- 📈 Hausse de +46% à M MAD 312,8 sous l'effet de la hausse des charges d'exploitation liées au changement de périmètre et aux nouvelles ouvertures par la foncière (2 SELA PARK à Témara et Agadir) (+2,2x du poste Achats et autres charges externes) ;
- 📉 La marge d'EBITDA ressort ainsi en baisse à 74% contre 79% en 2020.
- 📉 Dans ce sillage, le REX se hisse de +45% à M MAD 291 fixant la MOP à 69% (-5pts en y-o-y).

Outlook

- 📈 **FY-22^E -23^E** : Sur la période prévisionnelle, l'EBITDA de la foncière devrait se hisser de +12% à M MAD 350 pour une marge de 76% tandis qu'il devrait se bonifier de +18% à M MAD 412 en 2023.

≡ Rentabilité

Réalisations 2021: Une capacité bénéficiaire en bond à fin 2021

- 📈 Dans une ample mesure, les Funds From Operations -FFO- de la foncière progressent significativement de +55% à M MAD 204,3 (+31% par rapport à 2019). Ainsi et intégrant un résultat financier déficitaire de M MAD -71,1 (vs. M MAD -64,8 en 2020), le RNPG passe à M MAD 344,1 (contre M MAD 17,6 au 30/06/2021), portant la marge nette à 81,7%.

Outlook

- 📈 **FY-22^E -23^E**: Légère amélioration de +2,4% de la capacité bénéficiaire du Groupe à M MAD 352 en 2022 pour une marge nette de 77% (contre 82% en 2021) sous l'effet du repli de la variation de juste valeur des immeubles de placement. En 2023, le RNPG devrait progresser de +3% à M MAD 373. Pour leur part, les FFO devraient bondir de +15% en 2022 et poursuivre la même hausse en 2023.

≡ Dividendes

Réalisations 2021: Un D/Y de 4,4% à fin 2021

- 📈 Au titre de l'année 2021, ARADEI CAPITAL propose la distribution d'un DPA de MAD 18,2 (vs. MAD 12,4 à fin 2020) soit un D/Y de 4,4% sur la base du cours au 31/12/2021. Le niveau de payout calculé sur la base des FFO s'établit ainsi à 95% contre 100% une année auparavant.

≡ Endettement

Réalisations 2021 : Un alourdissement de l'endettement net pour soutenir l'expansion du Groupe

- 📉 Pour sa part, la dette nette s'alourdit à MAD 1,9 Md contre MAD 1,1 Md à fin 2020 notamment sous l'effet de l'émission obligataire réalisée par ARADEI CAPITAL pour M MAD 500 liée au financement de son pipeline de développement.

Perspectives (1/7)

≡ Un portefeuille d'actifs de qualité habilement diversifié...

ARADEI CAPITAL ambitionne de devenir une foncière de référence dans l'immobilier locatif au Maroc et de se positionner sur un trend de croissance continue, à travers la diversification de son portefeuille qui compte 30 actifs présents dans 22 villes à travers le Royaume, soit plus de 600 contrats de baux :

- ✓ 7 actifs indépendants (mono locataire) dans 7 villes marocaines;
- ✓ 1 installation industrielle ;
- ✓ 3 centres commerciaux à Marrakech, Tanger et Fès ;
- ✓ 14 galeries commerciales ;
- ✓ 4 terrains en réserve foncière ou en vue de développer de nouveaux projets ;
- ✓ Et, 1 OPCI composé de 103 agences bancaires.

Valorisé à près de MAD 6,1 Md, le portefeuille d'actifs de la foncière affiche des niveaux de KPI très intéressants et en amélioration, en dépit des incertitudes autour de la sortie de la crise sanitaire ainsi que des restrictions de déplacement maintenues en 2021 comme en témoignent :

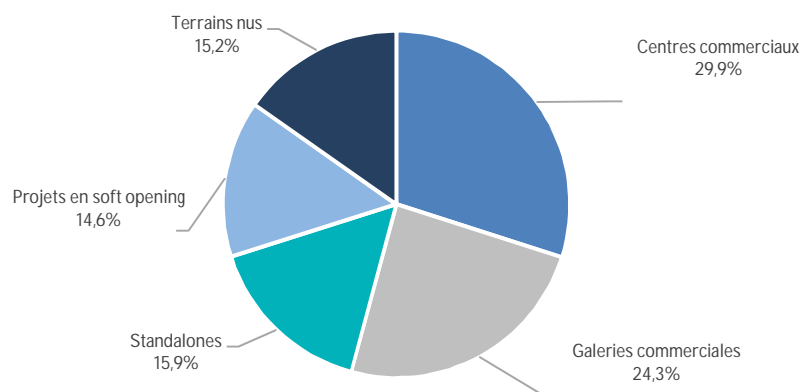
- ✓ Un taux d'occupation de 97% en 2021 contre 93% à fin 2020 ;
- ✓ Des TRI oscillant entre 8% et 12% pour l'ensemble de ses actifs et un double-digit TRI pour ses projets en Greenfield, selon le Management ;
- ✓ Un taux de recouvrement sur la facturation de 95% en 2021 (idem qu'en 2020) ;
- ✓ Une surface GLA de près de 382 000m² en 2021 contre 104 000m² en 2015.

Parallèlement, la foncière adopte une stratégie proactive s'agissant de la gestion et des investissements de ses actifs, avec notamment :

- ✓ Un partenariat de développement stratégique avec LABEL'VIE avec notamment l'obligation d'avoir une composante commerciale pour l'ensemble des actifs acquis auprès du distributeur alimentaire , les actifs isolés sont en grande partie cédés hors ceux qui présentent une rentabilité intéressante ;
- ✓ Et, des repositionnements des actifs opérationnels (merchandising mix, rénovation, etc.) et le développement des réserves foncières adjacentes.

A noter ainsi que les taux d'occupation des malls du Groupe qui souffraient de plusieurs problématiques (positionnement, concurrence etc.) seraient parvenus à augmenter en 2021 avec 99% pour SOCCO ALTO, 97% pour BORJ FES et 88% pour ALMAZAR.

Tableau 1 : Répartition de la valeur du portefeuille d'ARADEI CAPITAL par actif



Source : Executive Summary COLLIERS, BMCE Capital Global Research

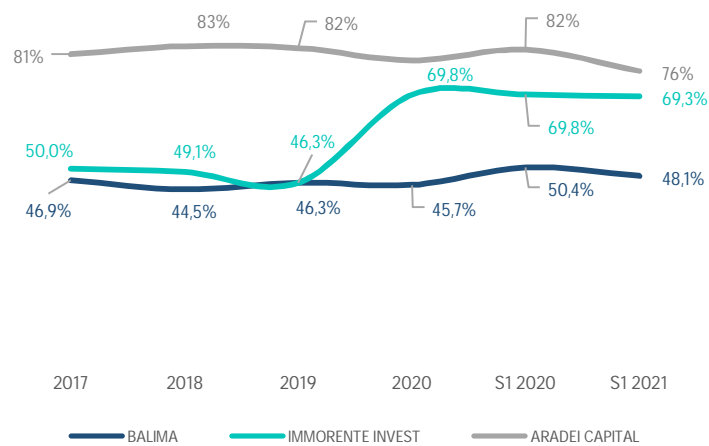
Perspectives (2/7)

Tableau 2 : Portefeuille d'ARADEI CAPITAL et niveaux de TRI par actif

| Type d'actif | TRI moyen partie exploitée | TRI Réserve foncière/partie vacante | Type d'actif | TRI moyen partie exploitée | TRI Réserve foncière/partie vacante |
|------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
| Centres commerciaux | | | Standalones | | |
| Al Mazar | 9% | 10,50% | Atacadao Fès | 8,77% | 11% |
| Faubourg | 11% | 11,50% | Atacadao Marrakech | 8,77% | 11% |
| Borj Fès | 8,50% | 9,25% | Atacadao Tanger | 8,28% | 11% |
| Socco Alto Tanger | 9% | 10% | Atacadao Oujda | 9,52% | 11% |
| Moyenne | 9% | 10% | Atacadao Taza | 10,25% | - |
| Galerías commerciales | | | Atacadao Meknès | 8,75% | 9,75%-11% |
| LBG Rabat | 8,01% | 8,5%-10% | Carrefour Panoramique | 8,25% | - |
| LBG Meknès | 9,74% | 11% | Yazaki | 8% | - |
| LBG El Jadida | 9,83% | 11% | Moyenne | 9% | 11% |
| LBG Safi Galeries | 10,75% | 12% | Projets en soft opening | | |
| LBG Safi Bureaux | 10,75% | 12% | Sela Park Dar Bouazza | 10% | - |
| Sela Park Agadir | 8,68% | 11% | Sela Park El Jadida | 11% | - |
| Atacadao Ain Sebaa | 8,32% | 9% | Atacadao Inzegane | 11% | - |
| Atacadao Salé | 8,37% | 10,50% | Sela Park Temara | 10% | - |
| Carrefour Berkane | 10,32% | 11,50% | Sela Park Targa | 8,97% | 10,50% |
| Moyenne | 9% | 11% | Moyenne | 9% | 11% |
| | | | Terrains nus | | |
| | | | El Menzeh | 10% | - |
| | | | Kenitra | 12% | - |
| | | | Hill | 10% | - |
| | | | 13,5% pour le résidentiel | | |
| | | | 14% pour les bureaux | | |
| | | | 11,5% pour le centre commercial | | |
| | | | Founty | - | - |
| | | | Sidi Maarouf | - | - |

Source : Executive Summary COLLIERS, BMCE Capital Global Research

Graphe 1 : Comparatif des niveaux de marge d'EBITDA des foncières cotées



Source : Sociétés, BMCE Capital Global Research

Perspectives (3/7)

≡ Devant porter une stratégie de développement en harmonie avec l'évolution sociodémographique du Royaume

A la jonction entre l'immobilier et le loisir, le secteur du retail connaît un vrai essor dans le Royaume, portée par une véritable mutation et modernisation des modes de consommation de ses habitants. A cela s'ajoute une réelle métamorphose de son paysage d'édifices à usage commercial, ouvrant des perspectives intéressantes pour le secteur de l'immobilier commercial.

Nouvellement introduite en Bourse, ARADEI CAPITAL devrait ainsi profiter de cette nouvelle demande pour l'accompagner en termes de nouveaux projets innovants mais également la faire évoluer.

Dans ce sillage, la foncière a fait le pari d'une diversification de son portefeuille vers de nouvelles catégories d'actifs (Industrie, bureaux, OPCI et santé) et devrait présenter au public des projets devant lui permettre de consolider son positionnement et son image de marque dans les grandes villes, diversifier son portefeuille ainsi que d'accroître ses revenus, à savoir :

- ✓ L'acquisition de l'OPCI CLEO PIERRE SPI-RFA pour M MAD 557 géré par le gestionnaire REIM PARTNERS (également asset manager de la foncière) et valorisé lors de l'opération à M MAD 620 et qui détient un portefeuille de 103 agences exploitées par la BMCI via des baux long-terme.



Soucieuse d'étendre son positionnement géographique à travers le Maroc, ces agences seraient présentes dans 17 villes à travers le Royaume et seraient situées dans des zones de chalandises stratégiques dont près de la moitié située sur l'axe Casa-Rabat (57% de la valeur totale des agences apportées). Bien qu'évoluant dans un contexte de digitalisation des services bancaires et de facto un ralentissement des visites physiques en agence, les loyers facturés au Groupe bancaire sont sécurisés et ont généré en 2021, près de M MAD 50 de CA additionnel pour la foncière, soit une contribution du +15% en variation. Parallèlement, et s'agissant des agences bancaires bénéficiant d'un positionnement de moindre intérêt, les baux seraient courts, conférant ainsi à la foncière une certaine agilité dans la gestion de ses locaux. Selon nos estimations, le CA additionnel cumulé de l'OPCI sur la période 2022-2031 devrait s'élever à M MAD 608 ;

- ✓ Le développement d'un projet de 7 cliniques privées au Maroc dans le cadre de la prise de participation par ARADEI CAPITAL de 51% du capital de la joint-venture AKDITAL IMMO, aux côtés du leader de la santé privée au Maroc AKDITAL et de BFO PARTNERS.



S'inscrivant parfaitement dans sa stratégie de diversification d'actifs et de projets Greenfield opportuns, ce plan de développement devrait permettre à ARADEI CAPITAL de profiter d'un foncier abordable dans les villes où il y aurait un besoin manifeste en infrastructure médicale notamment El Jadida, Tanger, Agadir, Salé, Safi, ainsi que deux autres villes en cours d'étude. Avec pour objectif une offre de 900 lits et un investissement global de MAD 1 Md pour une surface GLA supplémentaire de 100 000m², ARADEI CAPITAL aurait sécurisé un chiffre d'affaires additionnel de M MAD 120 à date. A horizon 2031, les cliniques louées devraient générer un cumul de M MAD 500 de revenus supplémentaires pour la foncière.

- ✓ Le projet de l'immeuble de bureaux PRISM pour M MAD 60 venant compléter le panel d'actifs de la foncière. Toutefois et bien que le secteur soit sujet à des changements en raison de la crise sanitaire (recours au télétravail, diminution des effectifs etc.), l'immeuble PRISM qui dispose de 6 000m² d'espaces bureaux serait à date entièrement loué par les partenaires de la foncière et devrait notamment accueillir les bureaux des Groupes LABEL VIE et KIABI et d'un espace commercial de 250m² de commerces/restaurants dits premium situé au carrefour entre le centre-ville de Casablanca et Dar Bouazza. Selon nos estimations, les loyers générés cumulés sur la période 2022^e -2031^e devraient se monter à près de M MAD 102.



- ✓ Le lancement d'un projet Mixed-Use à Casablanca, toujours en cours d'étude, pour un investissement global de M MAD 700 et une surface GLA estimée de 55 000m² comprenant des composantes retail, loisirs et plateaux de bureaux. Le projet, dont la livraison serait prévue en 2025, devrait générer des revenus locatifs de près de M MAD 115 entre 2025 et 2026. Cette zone de chalandise, bien que toujours à l'étude, devrait permettre de dynamiser, donner une nouvelle impulsion à la région et attirer une clientèle à la recherche d'un réel espace d'attraction commercial.

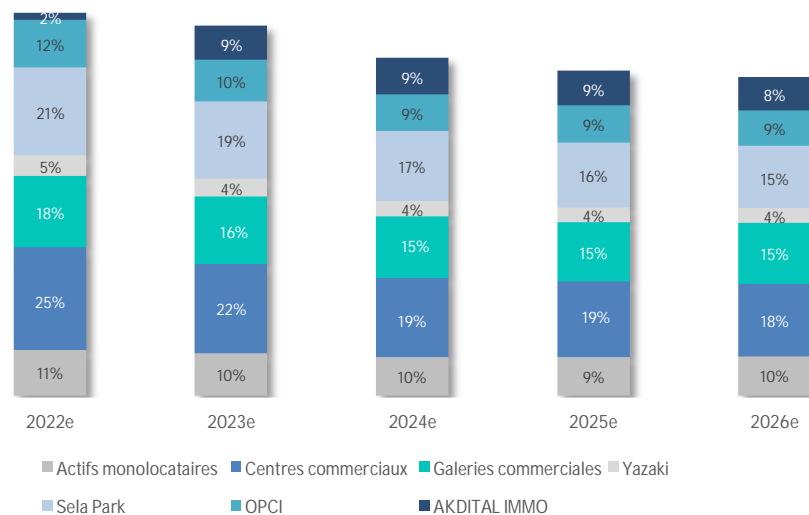
Perspectives (4/7)

Selon nos prévisions, le projet Mixed-Use devrait permettre à ARADEI CAPITAL d'afficher des revenus additionnels cumulés de près de M MAD 617 entre 2024^e et 2031^e.

Parallèlement, le Groupe serait en train d'envisager d'investir dans le secteur de l'éducation tandis qu'il aurait pour ambition le développement d'une Zone résidentielle à proximité de la composante SELA PARK DAR BOUAZZA sur un espace d'1 Ha devant accueillir une soixantaine de villas (non intégrés dans nos chiffres prévisionnels et de facto dans la valorisation d'ARADEI CAPITAL), élargissant ainsi ses opportunités dans des secteurs dynamiques et se positionnant davantage en tant qu'acteur majeur dans l'immobilier au Maroc.

L'ensemble projets de qualité devraient permettre à la foncière de capter une forte croissance organique, dynamisant et diversifiant ainsi ses revenus, faisant d'ARADEI CAPITAL un opérateur incontournable dans le foncier.

Graphe 2 : Evolution prévisionnelle de la répartition du chiffre d'affaires de la foncière



Source : Société, BMCE Capital Global Research

Perspectives (4/7)

≡ Une santé financière qui devrait demeurer stable

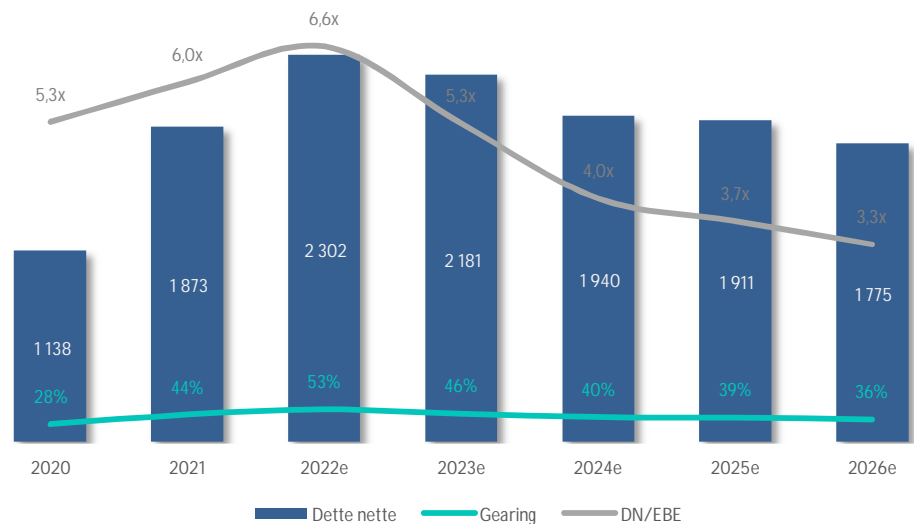
La santé financière du Groupe profite de la logique conservatrice adoptée par ARADEI CAPITAL dans le financement de ses investissements, lui permettant d'afficher un Loan-to-value -LTV raisonnable (36% aujourd'hui) plafonnée en interne à 60%. En cas de besoins additionnels notamment pour financer de nouveaux projets capitalistiques, plusieurs alternatives s'offrent à ARADEI CAPITAL dont l'augmentation de capital et/ou l'émission obligataire.

A priori, toute nouvelle augmentation éventuelle de l'endettement ne devrait pas altérer la santé financière du Groupe dans la mesure où les projections de développement de l'activité pourraient lui permettre de maîtriser ses ratios de solvabilité grâce au bon comportement attendu de l'EBE sur l'horizon prévisionnel.

Pour rappel, ARADEI CAPITAL a d'ores et déjà procédé à plusieurs opérations de financement auprès du marché à savoir :

- ✓ Une émission obligataire de M MAD 600 en 2018 sur 2 tranches avec (i) maturité 5 ans (spread 160-200 pbs) et (ii) 7 ans (spread 180-200 pbs) ;
- ✓ Une émission de billets de trésorerie plafonnée à M MAD 500 et un spread compris entre 70 et 90 pbs ;
- ✓ Un placement privé de M MAD 500 avec un spread de 130 pbs en 2021.

Graphe 3 : Evolution prévisionnelle des principaux indicateurs bilanciaux et de solvabilité d'ARADEI CAPITAL



Source : Société, BMCE Capital Global Research

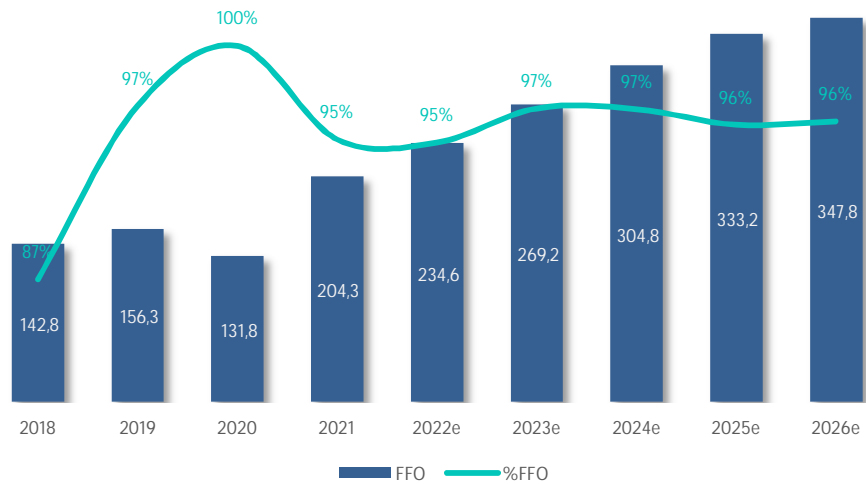
Perspectives (5/7)

≡ Une politique de distribution généreuse inspirée des OPCV

En tant que foncière, ARADEI CAPITAL offre une politique de dividendes relativement attractive en se fixant comme objectif de distribuer 85% de ses Funds From Operation –FFO, dupliquant ainsi la politique de distribution des OPCV.

Si historiquement, la moyenne du payout (basé sur les FFO) ressort à 95% sur la période 2018-2020, elle devrait se stabiliser sur la période de projection à un niveau toujours élevé aux alentours de 90%.

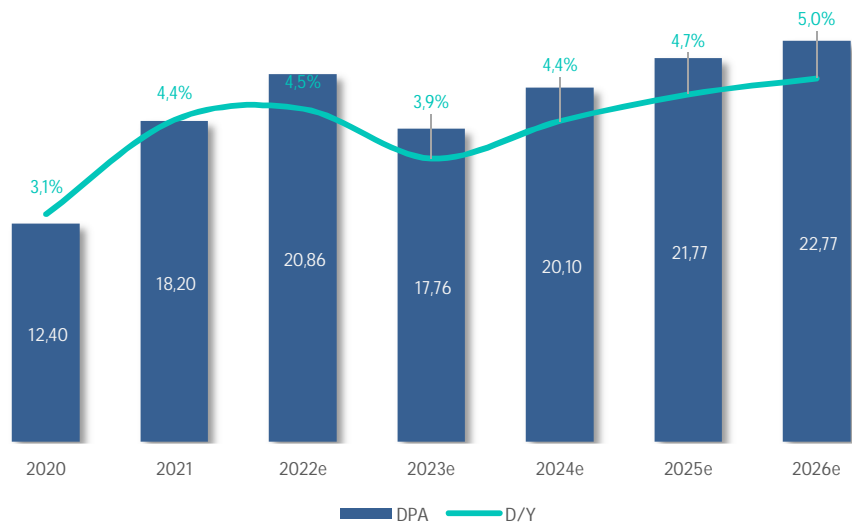
Graph 4 : Evolution des FFO et pourcentage de distribution des FFO d'ARADEI CAPITAL



Source : Société, BMCE Capital Global Research

Nous anticipons pour 2022 un niveau de rendement de 3,2% avant de substantiellement se relever pour atteindre les 4,5% à horizon 2026.

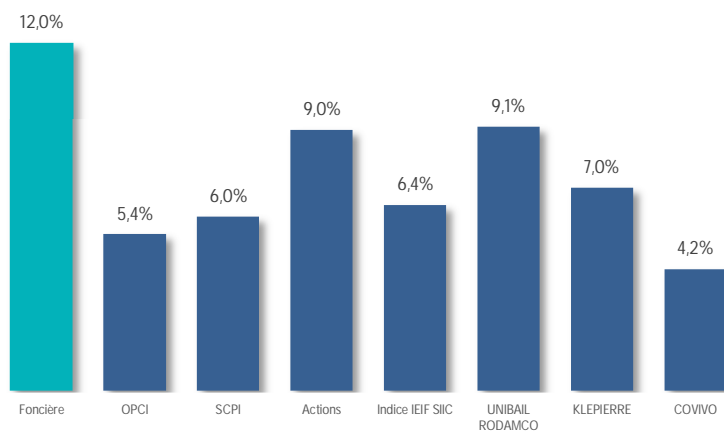
Graph 5 : Evolution du DPA et du D/Y du Groupe (sur la base du cours actuel)



Source : Société, BMCE Capital Global Research

Perspectives (6/7)

Graphe 6 : Rendement moyen observé sur le marché européen à fin 2019



Source : Société, BMCE Capital Global Research

Perspectives (7/7)

≡ Enjeux et implications stratégiques



| Enjeux | Implications stratégiques | Opportunités/Menaces |
|---|--|--|
| Accélération du développement de l'immobilier commercial au Maroc | <ul style="list-style-type: none"> Mise en place d'une stratégie d'expansion ; Appel au financement (augmentation de capital, renforcement de la dette) ; Hausse des investissements. | <ul style="list-style-type: none"> Hausse de l'intérêt pour les actifs commerciaux, notamment dans les grandes villes ; Partenariat avec LABEL VIE ; Projets capitalistiques ; Risque de menace sur la santé financière du Groupe. |
| Evolution démographique du Royaume | <ul style="list-style-type: none"> Diversification du portefeuille d'actifs ; Gestion proactive des actifs détenus. | <ul style="list-style-type: none"> Risque de dévalorisation des actifs ; Partenariat avec AKDITAL et BFO PARTNERS ; Allègement de la dépendance aux actifs commerciaux via la diversification. |

≡ Prévisions 2022

Prévisions BKR vs. Guidance Groupe

| | Prévisions BKR 2022 ^E | Prévisions IPO 2022 ^E | Prévisions BKR vs. IPO |
|---------------------------|----------------------------------|----------------------------------|------------------------|
| Chiffre d'affaires Groupe | 460,0 | 423,6 | i |
| EBITDA Groupe | 349,6 | 340,4 | |
| FFO | 234,6 | 191,0 | i |

Source: Société, BMCE Capital Global Research

Pour récapituler et au vu de ce qui précède, nous tablons pour ARADEI CAPITAL sur :

- Un CA consolidé en hausse de +9% à M MAD 460 en 2022 ;
- Une bonification de l'EBE de +12% à M MAD 350 devant fixer la marge d'EBITDA à 76% ;
- Et un RNPG qui devrait s'établir à M MAD 352,4 contre M MAD 344,1 à fin 2021, portant la marge nette à 77%.

Executive Summary

| COMPTES DE RESULTAT (M MAD) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CA consolidé | 271,1 | 421,1 | 460,0 | 527,8 | 597,6 |
| EBITDA consolidé | 213,8 | 312,8 | 349,6 | 411,7 | 479,3 |
| FFO | 131,8 | 204,3 | 234,6 | 269,2 | 304,8 |
| RNPG | 17,6 | 344,1 | 352,4 | 363,4 | 409,5 |

| BILAN & AUTRES ELEMENTS (M MAD) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Total fonds propres | 4 015,7 | 4 215,6 | 4 350,5 | 4 761,4 | 4 807,6 |
| Besoin de fonds de roulement | 111 | 116 | 139 | 144 | 117 |
| Dette nette | 1 138 | 1 873 | 2 302 | 2 181 | 1 940 |

| VARIATIONS & MARGES | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-----------------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| Variation du CA | -5,7% | 55,4% | 9,2% | 14,7% | 13,2% |
| Variation de l'EBITDA | -9,5% | 46,3% | 11,8% | 17,7% | 0,0% |
| Variation de RNPG | -91,8% | 1855,4% | 2,4% | 3,1% | 12,7% |
| Marge d'EBITDA | 78,9% | 74,3% | 76,0% | 78,0% | 80,2% |
| Marge nette | 6,5% | 81,7% | 76,6% | 68,9% | 68,5% |

| RATIOS | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gearing | 28,3% | 44,4% | 52,9% | 45,8% | 40,3% |
| Dette nette/EBITDA | 5,3 | 6,0 | 6,6 | 5,3 | 4,0 |
| ROE | 0,4% | 8,2% | 8,1% | 7,6% | 8,5% |

| DONNEES PAR ACTION (MAD) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|
| BPA publié | 0 | 32 | 33 | 25 | 28 |
| Dividende net/action | 12,4 | 18,2 | 20,9 | 17,8 | 20,1 |

| VALORISATION | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | ns | 14,2x | 13,9x | 18,5x | 16,5x |
| P/B | 1,1x | 1,6x | 1,5x | 1,4x | 1,4x |
| D/Y | 3,0% | 4,0% | 4,5% | 3,9% | 4,4% |
| Payout Ratio | ns | 63,0% | 71,6% | 71,9% | 72,4% |

| VE ET CAPITALISATION BOURSIERE (M MAD) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cours (MAD) | 400 | 415 | 460 | 460 | 460 |
| Nombre d'actions (millions) | 11 | 11 | 11 | 15 | 15 |
| Capitalisation boursière | 4 258 | 4 418 | 4 897 | 6 737 | 6 737 |

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 ;

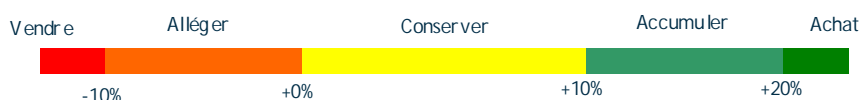
Conserver : la valeur devrait générer un gain total compris entre 0% et 10% à horizon 12 mois ;

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.bmcecapitalresearch.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.