

OBAFRICARNET | 3^{ème} trimestre 2019

Avec une capitalisation boursière cumulée de 55Mds€, le marché boursier marocain est aujourd'hui le deuxième plus gros marché d'Afrique derrière l'Afrique du Sud et devant l'Egypte. Souvent perçu comme relativement cher (multiple de capitalisation boursière / résultats historique de 19x), celui-ci présente une dichotomie marquée entre le segment « large cap » relativement cher mais liquide et bien identifié par les investisseurs et le segment « small / mid cap » constitué de sociétés moins liquides, moins visibles et dont les faibles niveaux de valorisation ne reflètent pas le potentiel de croissance des résultats et le niveau de rentabilité sur le moyen / long terme.

Au cours du 3^{ème} trimestre, votre équipe de gestion, installée depuis désormais 5 ans à Casablanca, a rencontré 25 dirigeants d'entreprises marocaines.

Dans la majorité des cas, les échanges que nous avons eus confirment notre perception positive du marché. Sur 5 ans, ce dernier affiche l'une des meilleures performances d'Afrique (+11,8%) avec un dirham quasi stable sur la période. A fin septembre 2019, les sociétés marocaines représentent 18% de l'actif investi. Un niveau qui devrait rester stable dans les mois à venir.

De bonnes perspectives économiques

Selon les données du FMI, l'économie marocaine devrait afficher une croissance de 3% en 2019 (contre 3,2% en 2018) dans un environnement marqué par un chômage en légère baisse (9,8%) et surtout une inflation qui reste maîtrisée (0,6%).

Un niveau qui justifie un taux directeur faible (2,25%) par rapport à de nombreux autres pays africains et qui pourrait encore diminuer dans les mois à venir.

Aussi, le pays maîtrise son déficit budgétaire (3,7% du PIB) et son déficit du compte courant (4%) grâce à la bonne dynamique des exportations, des recettes touristiques et des transferts des marocains résidents à l'étranger.

En 2020, le FMI prévoit une croissance de 3,7%, un niveau qui comme chaque année sera révisé à la hausse ou à la baisse en fonction des performances du secteur agricole.

Cette situation économique relativement bonne explique également la stabilité de la monnaie qui à terme doit évoluer vers un régime de change flottant. Depuis début 2018, la parité du dirham est déterminée à l'intérieur d'une bande de fluctuation de $\pm 2,5\%$, par rapport à un cours central fixé par la banque centrale sur la base d'un panier de devises composé de 60 % euro et 40% dollar.

D'octobre 2014 à octobre 2019, le dirham est ainsi une des rares monnaies africaines à ne pas avoir cédé du terrain face à l'euro. La devise marocaine s'est même appréciée de 2,9% quand sur la période, la livre égyptienne perdait 50%, le naira 49%, le cédi 34% et le dinar tunisien 28%.

Une performance également expliquée par un environnement politique stable, des réserves en devises qui ont quasi doublé entre 2014 et 2019 mais aussi et surtout un système bancaire mature prêt à prendre le relais de la banque du Maroc et de l'office des changes pour mener à bien la réforme de la flexibilité du dirham qui doit se faire sur un horizon de 10 ou 15 ans.

Un marché boursier relativement dynamique

A fin septembre 2019, la bourse de Casablanca compte 75 sociétés cotées pour une capitalisation boursière cumulée de 55Mds soit environ la moitié du PIB.

Comme pour la majorité des bourses africaines, ce sont les banques et les sociétés de télécommunication qui dominent le marché.

Cumulées, celles de MAROC TELECOM (12Mds€), ATTIJARIWAFABANK (9,5Mds€), BANQUE CENTRALE POPULAIRE (5,1Mds€) et BMCE (3,4Mds€) représentent à elles seules plus de la moitié de la capitalisation boursière de la place.

Des sociétés qui affichent également des multiples de capitalisation boursière / résultats élevés (22x pour MAROC TELECOM par exemple) et qui expliquent le niveau de valorisation élevé du MASI, le principal indice, qui à fin septembre traite à 19 x.

Ces niveaux de valorisation élevés ne sont pas le reflet de l'ensemble des sociétés de la cote. Plusieurs sociétés, dont la capitalisation boursière est souvent inférieure à 250M€, affichent ainsi des multiples de capitalisation boursière / résultats inférieurs à 15x. C'est le cas de sociétés comme JET CONTRACTORS, RESIDENCES DAR SAADA ou encore DISWAY.

Trois sociétés sous le radar, présentes dans AFRICA PICKING FUND, qui outre des multiples de valorisation attractifs présentent des performances opérationnelles de qualité.

Aussi, votre équipe de gestion a investi dans des sociétés en situation de « retournement » (LES EAUX MINERALES D'OULMES et AUTO HALL) qui présentent des multiples de capitalisation boursière / résultats élevés mais non pertinents compte tenu du niveau exceptionnellement faible des résultats.

JET CONTRACTORS (83M€ de capi) – Une valorisation qui ne reflète pas la qualité de la façade

Créé en 1992 et coté à la bourse de Casablanca en 2011, JET CONTRACTORS est un conglomérat qui opère autour des métiers du bâtiment. Initialement spécialiste de la façade, le groupe est aujourd'hui présent sur des segments plus étendus mais connexes allant de la construction clé en main à l'assemblage de panneaux solaires.

Ces dernières années, JET CONTRACTORS est ainsi intervenu dans la construction de la gare de Rabat, de l'université de Fès ou encore dans le réaménagement du terminal 1 de l'aéroport de Casablanca.

Après plusieurs années atones, le groupe a retrouvé en 2017 une dynamique positive de ses résultats. Celle-ci s'est confirmée en 2018 (11% de croissance) et le groupe vise à horizon 2022 10% de croissance par an avec une marge opérationnelle de 20% et une marge nette de 10% (vs 7,7% en 2018). Cette dynamique des résultats s'accompagne d'une maîtrise des investissements et d'une meilleure gestion du besoin en fonds de roulement, permettant au groupe de voir croître son retour sur capitaux employés. A 27% en 2018, celui-ci devrait tendre vers 32% d'ici 2022.

Fortement impliquée sur le plan opérationnel mais aussi sur le plan capitalistique, l'équipe dirigeante nous a laissé une très bonne impression et partage avec nous sa vision long terme avec la volonté croître de façon rentable tout en s'engageant sur les sujets extra financiers (Environnement, Social, Gouvernance).

A 3,1x l'excédent brut d'exploitation et 5,8x le résultat, JET CONTRACTORS est aussi et surtout l'une des sociétés les moins chères de la place marocaine.

Avec un peu plus de 5% de l'actif investi, elle est à fin septembre 2019, la première position d'AFRICA PICKING FUND.

LES EAUX MINERALES D'OULMES (275M€ de capi) – Le boycott est derrière nous

Créé en 1933, LES EAUX MINERALES D'OULMES est le leader marocain de l'eau en bouteille. Le groupe commercialise plusieurs types de produits : eaux minérales naturelles plates sous les marques Sidi Ali et Ain Atlas, eaux minérales gazeuses sous la marque Oulmès et eau de table sous la marque Bahia.

En 2018, le groupe a fait face à une campagne de boycott qui a entraîné une baisse du chiffre d'affaires de 19,7% et une baisse du résultat d'exploitation de 77% impacté par la hausse du coût des matières premières et des amortissements. Face à cette situation exceptionnelle, le groupe a annoncé une baisse du prix de son eau minérale SIDI ALI et le lancement d'une bouteille de 2L au prix de celle de 1,5L.

Un effort qui a permis au groupe de récupérer une partie de la part de marché perdue (55% fin S1 2019 vs 62% avant le boycott et 45% au plus bas) et de reconquérir la confiance des distributeurs.

A fin juin 2019, le groupe a retrouvé 75% des volumes de 2017 avec un mix produit constitué de 50% de Sidi Ali et de 50% de Ain Atlas contre 95% de Sidi Ali avant boycott.

Cette période compliquée a été aussi l'occasion d'accélérer la diversification produit avec les ventes des boissons de SUNTORY (partenaire du groupe depuis 2016) et géographique avec une position confirmée au Bénin et des projets en cours au Sénégal et au Burkina Faso.

A horizon 3 ans, le groupe espère retrouver sa part de marché historique et vise un niveau de marge opérationnelle supérieur à 10%. Le redressement va encore prendre du temps, mais les perspectives long terme au Maroc et en Afrique subsaharienne restent bonnes avec une consommation de 40L/habitant/ an au Maroc, 16 au Sénégal, 3 au Bénin...contre 110 en Tunisie par exemple.

Le management continue de faire bonne impression et la valorisation reste relativement correcte : 2 x le chiffre d'affaires et 10 x l'excédent brut d'exploitation attendus en 2019.

Avec un peu moins de 3% de l'actif investi à fin septembre 2019, LES EAUX MINERALES D'OULMES est une conviction forte d'AFRICA PICKING FUND.