

The logo for CDG CAPITAL, with 'CDG' in dark blue and 'CAPITAL' in light green, set against a background of a glowing blue network of lines and nodes.

# CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

A close-up of a hand with the index finger pointing towards a bright node in a glowing blue network of lines and nodes.

## **IAM - UN GROUPE SOLIDE FACE À PLUSIEURS ENJEUX SECTORIELS**

Juin 2022

[www.cdgcapital.ma](http://www.cdgcapital.ma)

## Executive Summary

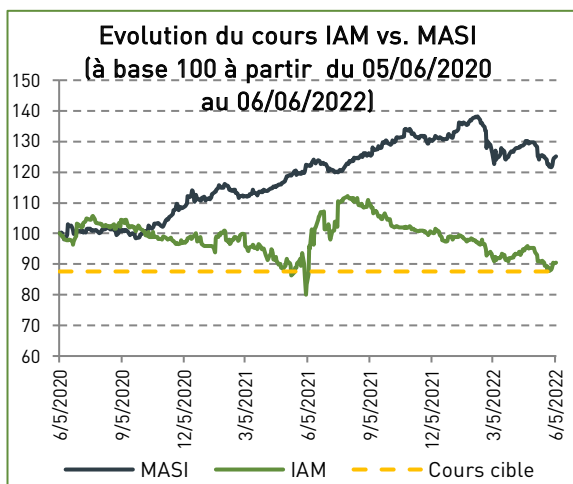
Durant la dernière décennie, le secteur Télécom a connu des changements structurels importants. Les revenus voix demeurent certes la principale composante du chiffre d'affaires du secteur. Toutefois, ces revenus sont désormais menacés suite en partie à la pression sur les prix et l'utilisation croissante de la téléphonie VoIP et les applications de messageries instantanées gratuites.

Parallèlement, les opérateurs de télécoms ont pu se diversifier rapidement pour compenser la baisse des revenus voix, en développant notamment leurs services de données. En effet, sur les cinq dernières années, le taux de pénétration de la Data mobile est passé de 46% en 2016 à 86,5% au T3 2021, bénéficiant notamment de la forte hausse du taux d'équipement en Smartphones. Cette dynamique que connaît la data mobile devrait se poursuivre et soutenir les revenus du secteur à moyen terme.

Globalement, nous pensons que le secteur télécom fait face à un environnement

fortement concurrentiel, des contraintes réglementaires et des mutations importantes qui devraient continuer à impacter les revenus du groupe Maroc Télécom pour l'année à venir. Cependant, l'exploration d'autres segments porteurs du marché télécom notamment le développement du Mobile Money surtout en Afrique subsaharienne offre des perspectives intéressantes de développement et de croissance à moyen long terme.

Dans ce contexte, nous tablons sur une poursuite de la baisse du chiffre d'affaires du groupe Maroc Télécom de -1,5% pour l'année à venir à 35,3 Mrd MAD. Par ailleurs, le groupe devrait connaître un léger repli des marges. En effet, la légère amélioration de la marge brute suite à la baisse des terminaisons d'appel dans plusieurs pays ne devrait pas compenser la hausse du poids des dotations aux amortissements liée à l'augmentation prévue des investissements.



<b>Recommandation : Conserver</b>			
<b>Cours cible : 126 MAD</b>			
<b>Potentiel : -1,2%</b>			
<b>Principaux Indicateurs financiers en Mrd MAD</b>			
	2020	2021	2022e
CA	36,8	35,8	35,3
REX	12,0	11,6	11,3
RNPG	5,4	6,0	5,8

# Sommaire

## Partie 1- Le secteur télécoms face à des mutations profondes ..... 4

- Une pression continue sur les revenus de la voix mobile ..... 4
- Une bonne tenue de la Data mobile ..... 7
- Fixe : les opérateurs face au défi du dégroupage ..... 10
- Un potentiel de croissance continu mais limité des filiales subsahariennes ..... 11
- Vers un développement du Mobile Money, comme relais de croissance surtout en Afrique subsaharienne ..... 13

## Partie 2- Perspectives 2022e pour le groupe Maroc Télécom et valorisation ..... 15

- Un premier trimestre qui traduit globalement les différents enjeux du secteur..... 15
- Perspectives 2022 pour le groupe Maroc Télécom ..... 16
- Valorisation : Changement de notre recommandation de « Alléger» à « Conserver » ..... 19

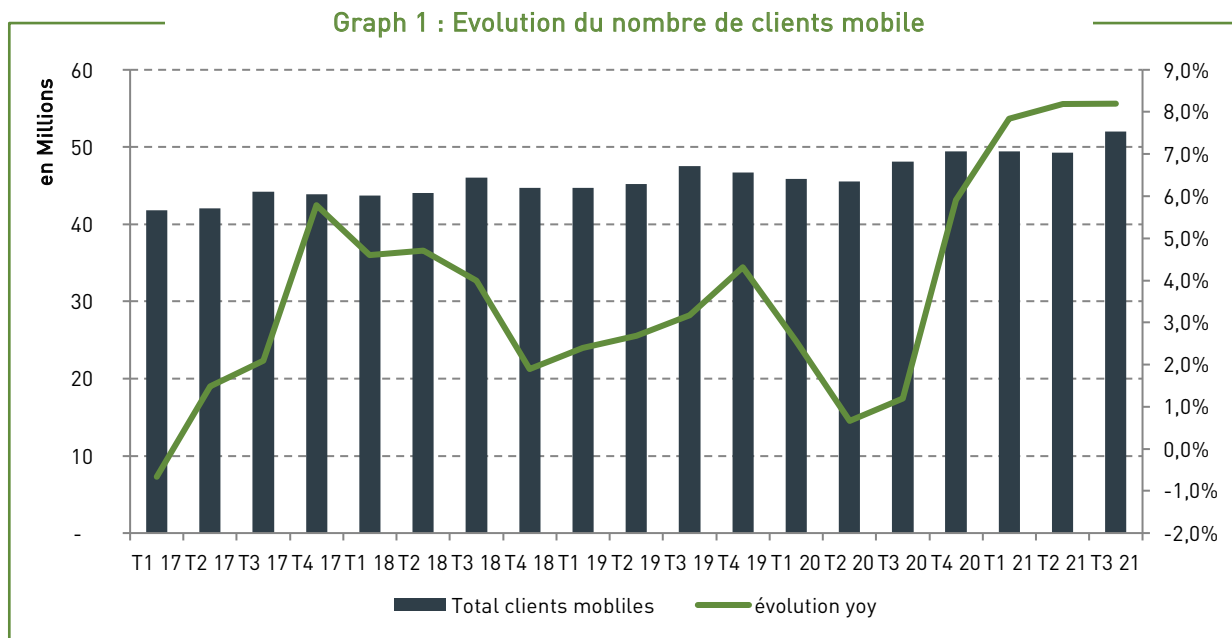
# Partie 1- Le secteur télécoms face à des mutations profondes

## A) Une pression continue sur les revenus de la voix mobile

### 1. Une croissance dynamique du parc clientèle

A fin T3 2021, le nombre de clients mobile ressort à 52,0 millions d'abonnés, en hausse annuelle de 8,2%, soit un niveau d'évolution remarquable relativement à un marché mature. Ceci représente une hausse de 3,9 millions nouveaux abonnés par rapport au T3 2020.

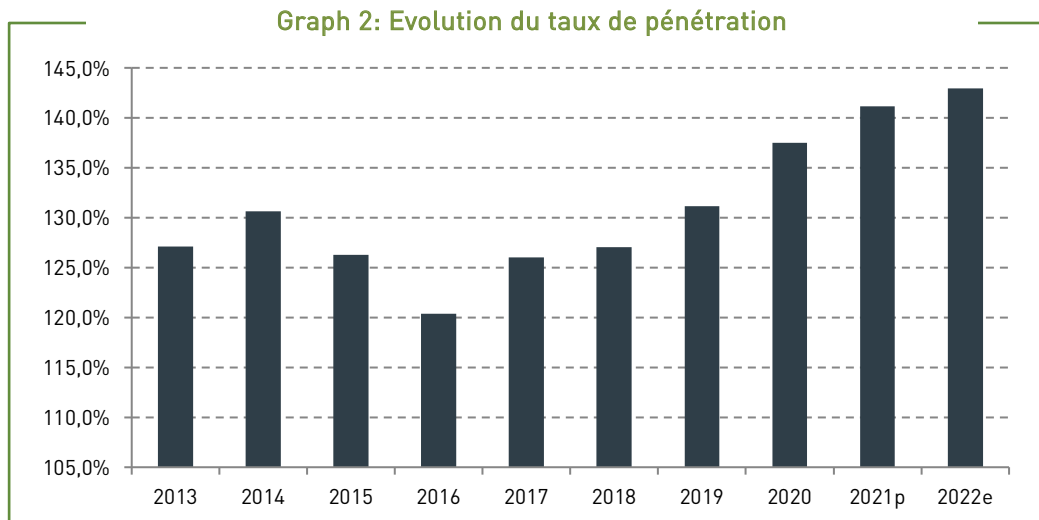
Par conséquent, le taux de pénétration du secteur Mobile au Maroc s'élève à 143,2% à fin T3 2021, selon les dernières statistiques publiées par l'ANRT.



Source : CDG Capital Insight, ANRT

Cette progression du parc se traduit par des hausses respectives de 7,8% et 11,7% des parcs de clients prépayés et post-payés. Nous soulignons aussi qu'en dépit d'une légère hausse de la part des clients post-payés dans le total des clients mobiles qui ressort à 11,23% au T3 2021 contre 10,88% au T3 2020, les clients prépayés restent de loin plus dominants avec une part de 88,8%.

Pour l'année à venir et compte tenu de la maturité du marché Mobile, nous tablons sur une légère augmentation du taux de pénétration à 143% contre environ 141% en 2021. Par conséquent, le nombre de clients mobile devrait s'établir aux alentours de 52,4 millions d'abonnés, selon nos estimations.



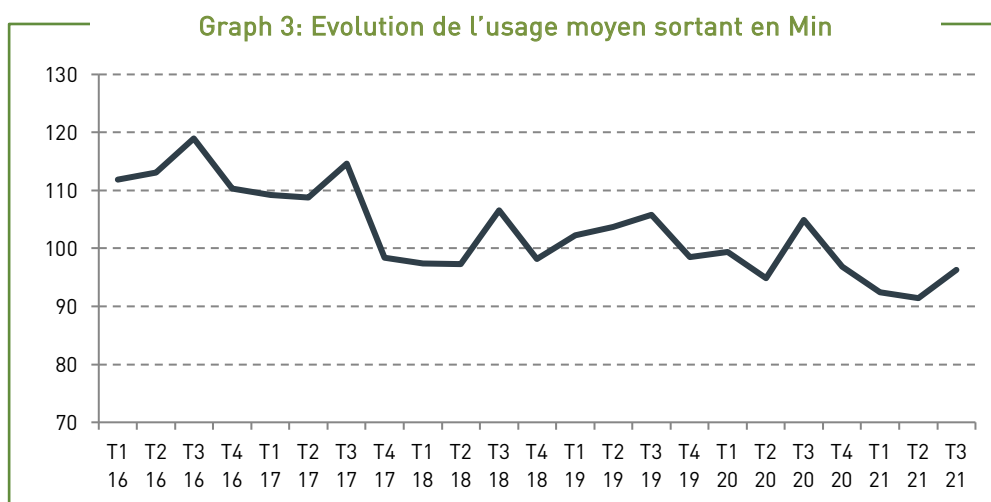
Source: CDG Capital Insight, ANRT

## 2. Vers une baisse de l'usage sortant...

L'usage moyen sortant de la téléphonie mobile, correspondant au nombre moyen de minutes consommées par abonné (y compris les roamers IN) par mois, s'élève à 93,4 minutes durant les neuf premiers mois de 2021, affichant une tendance baissière depuis 2017.

Ceci est lié à notre sens à l'essor que connaît l'utilisation des applications numériques gratuites, rendu possible grâce notamment à la forte hausse du taux d'équipement en Smartphones et le développement des réseaux mobiles 3G puis 4G. En effet, la communication via ces plateformes numériques, en plus d'être gratuite, a connu une nette amélioration de la qualité que ce soit pour des usages voix, ou encore des usages vidéo.

Nous pensons aussi que la tendance baissière que connaît l'usage moyen de la téléphonie mobile concerne principalement les flux de trafic à l'international. Ces flux sont à notre sens les plus affectés de par leur tarif élevé.



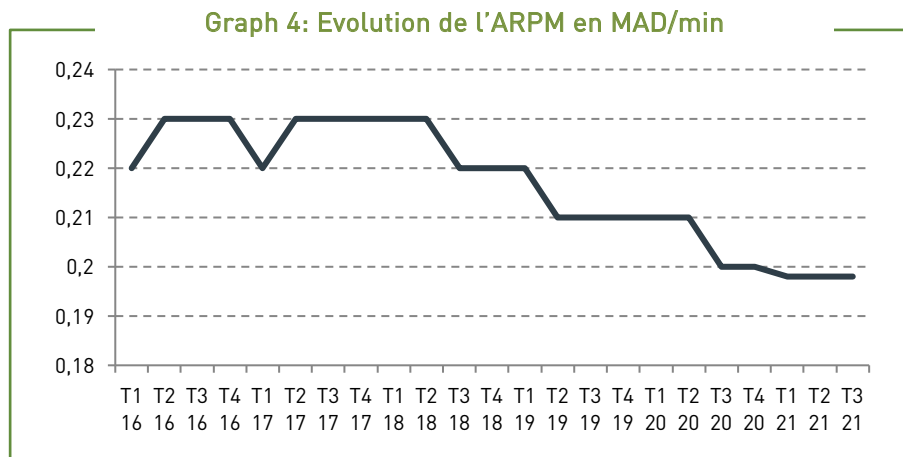
Source : CDG Capital Insight, ANRT

En 2022e, les opérateurs devraient continuer à être confrontés à cette baisse de l'usage sortant liée au développement continu de la Data mobile.

### 3. ...Et des tarifs qui continuent à reculer

L'environnement fortement concurrentiel que connaît le secteur mobile au Maroc ainsi que la baisse des terminaisons d'appels instaurés par l'Agence Nationale de Réglementation des Télécommunications (ANRT) contribuent au recul des prix de la communication.

En effet, le prix à la minute est passé de 0,21 MAD en moyenne en 2020 à 0,198 MAD au T3 2021, soit un repli de 3,4%.



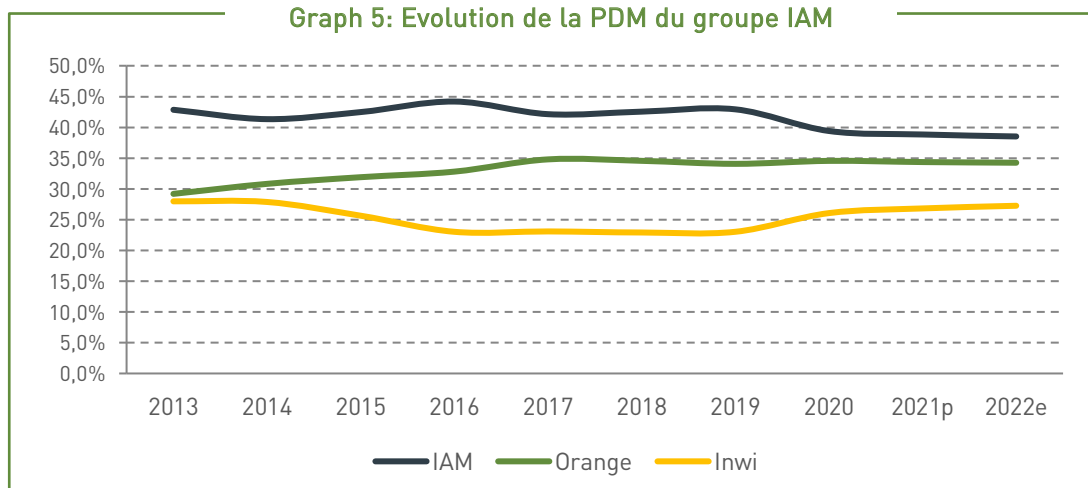
Source : CDG Capital Insight, ANRT

Suite à la dernière baisse des terminaisons d'appel appliquée en avril 2022, nous envisageons pour cette année un scénario où l'évolution des prix devrait reculer légèrement comparativement à la baisse enregistrée en 2021.

### 4. Positionnement du groupe Maroc Télécom

Dans ce contexte, le groupe Maroc Télécom continue à se positionner en 1ère position en termes de part de marché. Au titre du 3<sup>ème</sup> trimestre 2021, le parc des clients mobile de l'opérateur historique a enregistré une légère hausse de 1,6% par rapport au T3 2020 contre une hausse de 8,2% pour le secteur. Par conséquent, le nombre de client mobile du groupe s'est établi à 20,0 millions d'abonnés à fin septembre 2021, selon les statistiques de l'ANRT. Cette décélération de la croissance est liée en grande partie à l'intensification de la concurrence que connaît le secteur et une accentuation des efforts commerciaux de la part des différents opérateurs. Au final, la part de marché totale de l'opérateur historique ressort à nouveau en recul à 38,5% au T3 2021 contre 40,9% au T3 2020.

Nous pensons que cette pression concurrentielle devrait se poursuivre pour l'année 2022e et nous tablons dans ce sens sur une légère baisse de la part de marché du groupe pour l'année 2022e à 38,5% contre 38,8% à fin 2021.



Source : CDG Capital Insight, ANRT

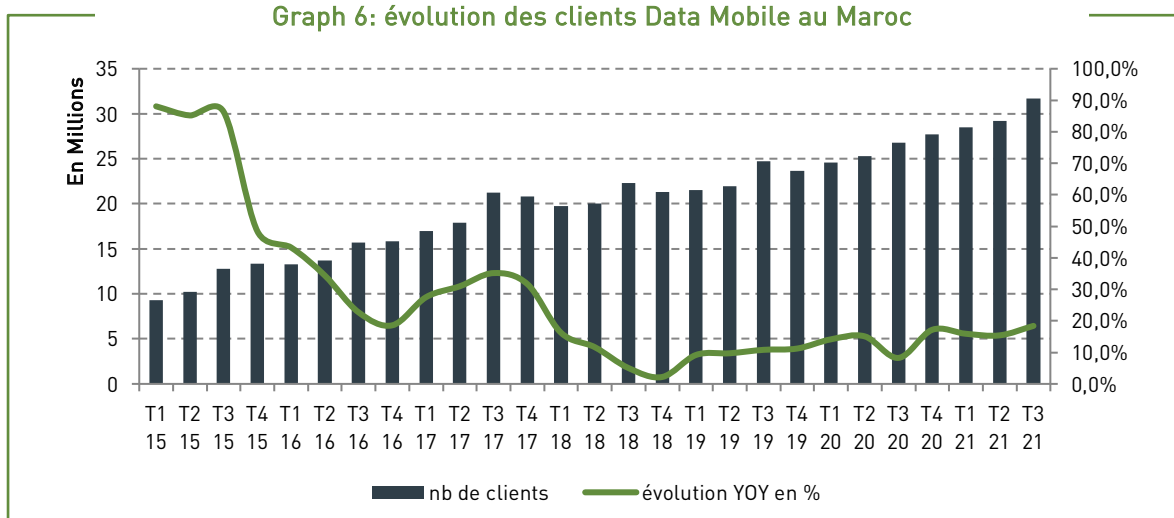
Par ailleurs, le groupe Maroc Télécom, à l'instar des autres opérateurs, fait face à la baisse des tarifs et au ralentissement de l'usage voix, comme expliqué précédemment. Ceci s'est traduit par une forte baisse de l'ARPU courant l'année 2021, en ligne avec nos prévisions. Par conséquent, les revenus voix du segment mobile ont affiché un repli de 10,6% selon nos calculs.

Pour cette année, nous pensons que cette tendance devrait se poursuivre. En effet, la légère hausse du nombre d'abonnés ne devrait pas compenser la baisse des tarifs couplée à la légère baisse prévue de l'usage sortant. Dans ce sens, nous tablons sur un recul de 8,2% des revenus voix du groupe Maroc Télécom.

## B) Une bonne tenue de la Data mobile

Afin de compenser la baisse des revenus voix, les opérateurs ont pu développer rapidement les services Data, qui représentent un nouveau relai de croissance, en investissant dans l'infrastructure nécessaire.

Aujourd'hui, nous assistons donc à un développement significatif de la Data. En effet, le nombre de clients Data mobile a enregistré une croissance à deux chiffres durant les cinq dernières années, passant de 15,8 millions d'abonnés à fin 2016 à 31,7 millions d'abonnés au T3 2021, soit un TCAM d'environ 15%. Une tendance qui s'est confirmée encore cette année avec une progression annuelle du nombre d'abonnés de 18,4% entre T3 2020 et T3 2021.

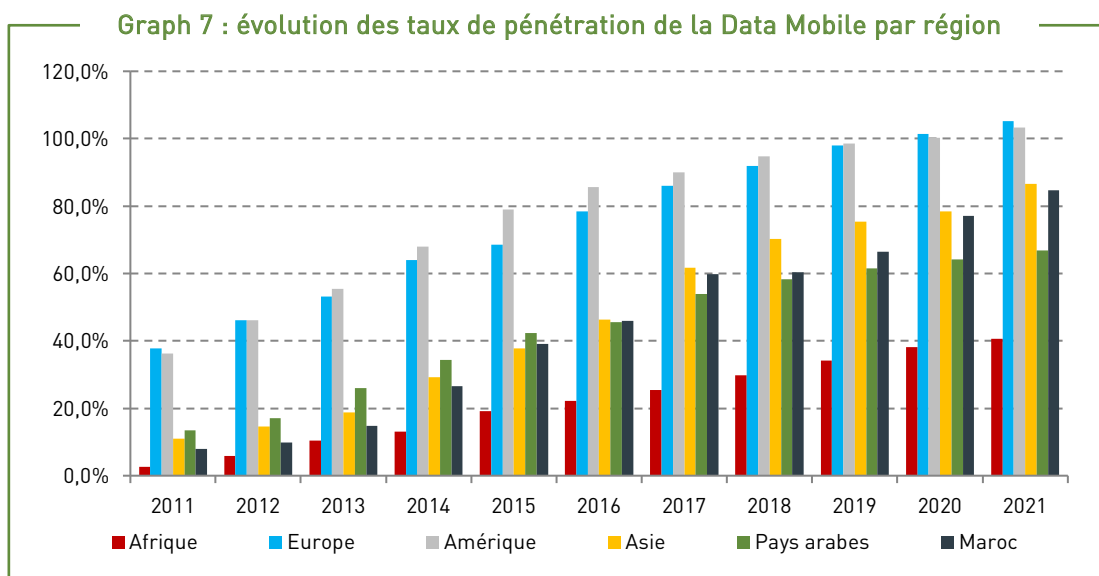


Source: CDG Capital Insight, ANRT

Cette dynamique de croissance qu’a connue le parc d’abonnés s’est traduite par une accélération de la pénétration de la Data Mobile au Maroc. En effet, le taux de pénétration ressort à 86,5% au T3 2021 contre 39,1% à fin 2015.

Pour cette année, nos perspectives concernant le développement du parc clientèle restent favorables. Le taux de pénétration devrait continuer à croître et s’établirait selon nos estimations à 89,7% à fin 2022<sup>e</sup> (soit environ 62,7% des clients mobiles). En effet, nous pensons qu’il y a toujours un potentiel de croissance dans ce segment vu que le taux de pénétration demeure inférieur aux pays développés. Il ressort à 103,3% en Amérique et 105,3% en Europe à fin 2021, selon les statistiques de l’UIT.

Par ailleurs, le groupe Maroc Télécom devrait bénéficier à travers ses filiales du potentiel de croissance qu’offre le continent africain où le taux de pénétration demeure très bas et s’établit à seulement 40,7% selon les statistiques de l’UIT.

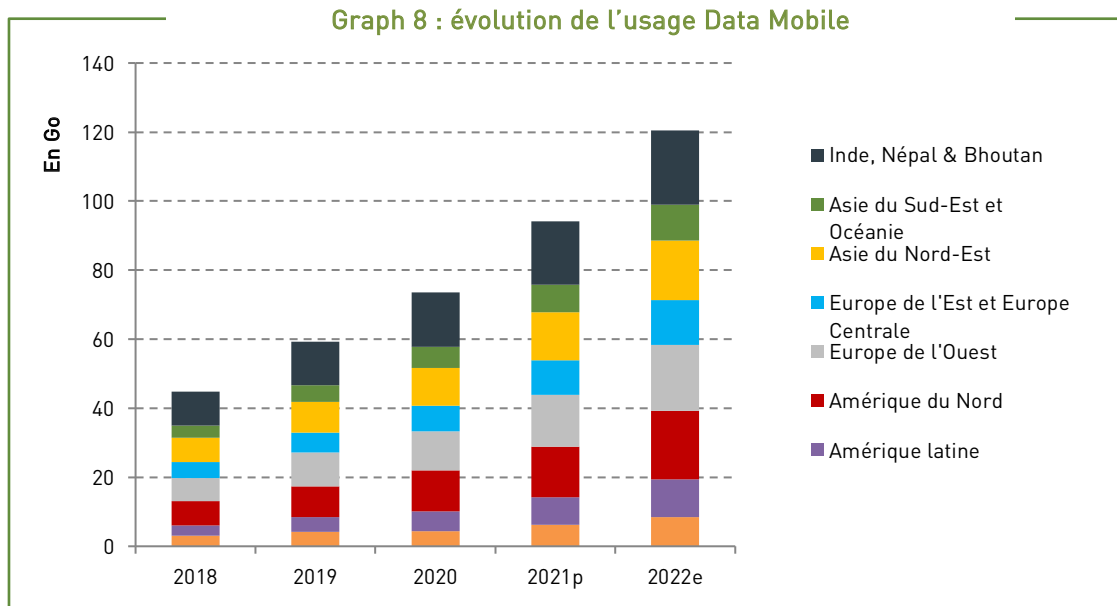


Source: CDK Insight, ITU, ANRT



Parallèlement, les revenus Data devraient bénéficier aussi du développement de l'usage, autrement dit du volume consommé, où là encore le potentiel de croissance demeure important.

Nous estimons la consommation par mois au Maroc aux alentours de 4 Go alors qu'elle s'est située à une moyenne de 11,78 Go pour les pays d'Amérique du nord et une moyenne de 11,34 Go pour les pays de l'Europe de l'ouest. Ce qui représente une source de revenus potentielle pour le secteur.



Source : CDGK Insight, Statista

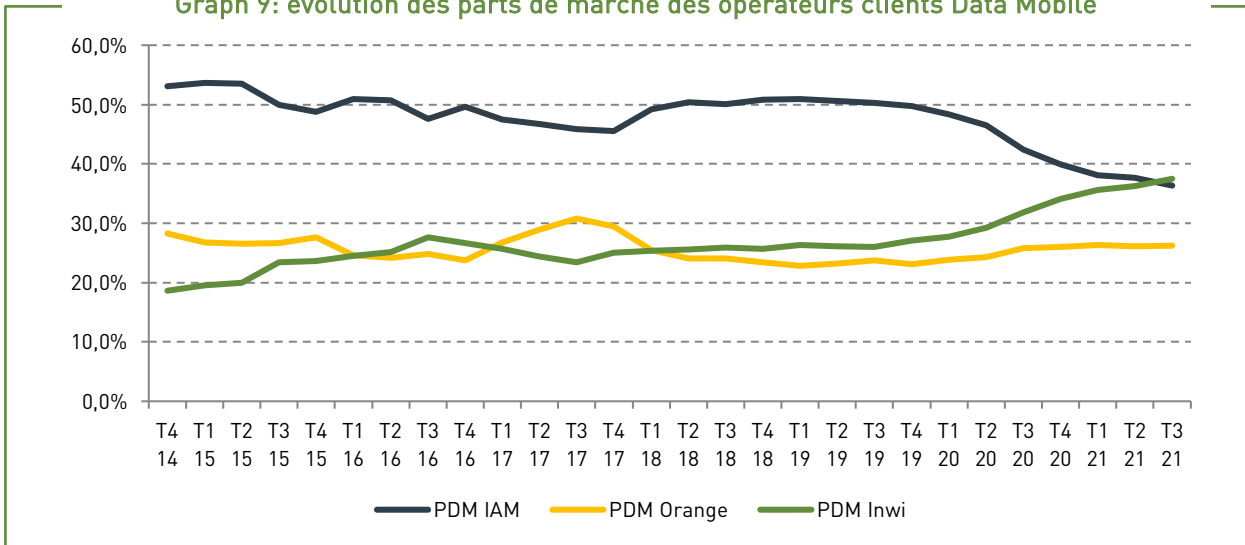
Ceci devrait être possible grâce notamment à la forte hausse du taux d'équipement en Smartphones. En effet, selon les statistiques de GSMA, l'utilisation des smartphones poursuit sa forte croissance en Afrique globalement, atteignant 50 % du total des connexions en 2020, grâce notamment à l'arrivée d'appareils moins chers. Ils estiment qu'au cours des cinq prochaines années, le nombre de connexions à l'aide de smartphones en Afrique subsaharienne va presque doubler. Il devrait atteindre 678 millions d'ici à la fin de 2025, soit un taux d'adoption de 65 % de la population.

Au final, nous pensons que la Data devrait soutenir la croissance des revenus du secteur à moyen terme.

### ▪ **Maroc Télécom peine à maintenir sa part de marché**

Dans ce contexte, le groupe Maroc Télécom présente des résultats peu satisfaisants. Le nombre de nouveaux clients data mobile s'est établi à 455 mille clients durant les neuf premiers mois de 2021 contre 3,9 million pour le secteur pendant la même période. Par conséquent, la part de marché totale de l'opérateur historique ressort à nouveau en recul à 36,3%, sur la base d'une part de marché nouveaux clients de 11,5% durant les neuf premiers mois de 2021. Ceci s'explique à notre sens par l'intensification de la concurrence que connaît le secteur avec notamment l'accentuation des efforts commerciaux de la part des différents opérateurs. Nous notons tout de même que le groupe maintient sa position de leader sur le marché.

Graph 9 : évolution des parts de marché des opérateurs clients Data Mobile



Source : CDG Capital Insight, ANRT

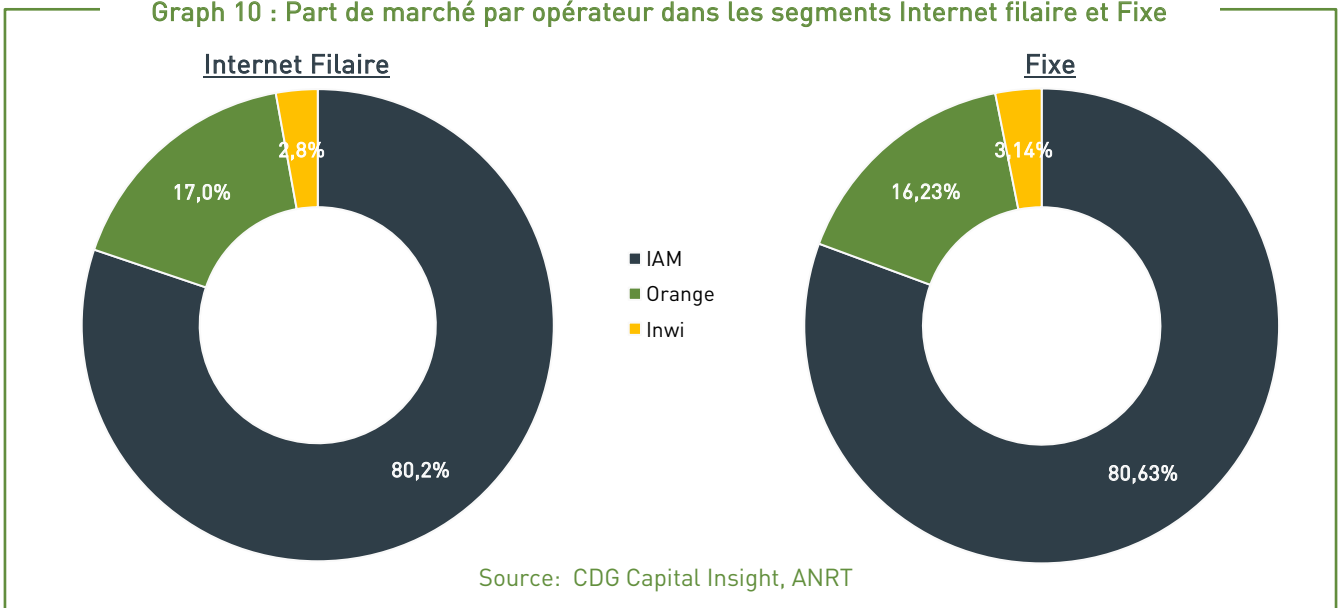
Pour l’année à venir, nous tablons sur une nouvelle baisse de la part de marché du groupe Maroc Télécom à 33,8% à fin 2022e. Ceci impliquerait une hausse du nombre de clients de 4,5% à 11,1 millions d’abonnés, tenant compte d’une hausse du taux de pénétration du secteur à 62,7%, comme expliqué précédemment.

Par conséquent, nous estimons une hausse annuelle moyenne du CA Data mobile du groupe Maroc Télécom aux alentours de 1,2% pour l’année à venir, tenant compte comme hypothèse d’une légère augmentation de l’ARPU Data en 2022e liée à la hausse du trafic.

### C) Fixe : les opérateurs face au défi du dégroupage

Sur les segments Fixe et internet filaire, l’opérateur Maroc télécom continue de conserver le quasi-monopole, en dépit de la décision du régulateur d’instaurer le dégroupage des réseaux Internet fixes. Il s’agit de permettre aux concurrents de Maroc Télécom de louer les infrastructures de l’opérateur historique afin de commercialiser leurs propres offres ADSL.

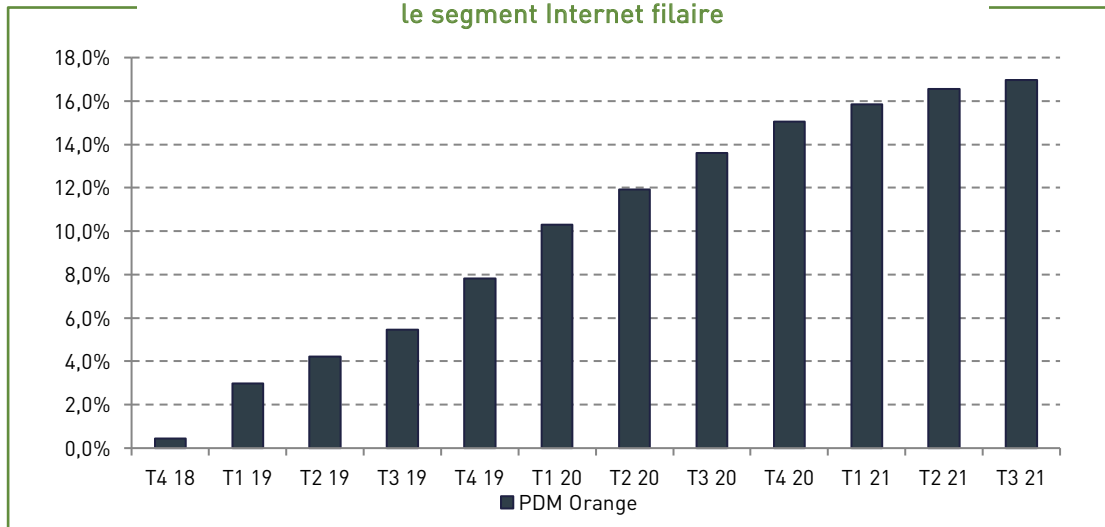
Graph 10 : Part de marché par opérateur dans les segments Internet filaire et Fixe



Source: CDG Capital Insight, ANRT

Nous notons tout de même une montée en puissance du groupe Orange sur le segment internet filaire avec notamment le développement de sa fibre optique. La part de marché de ce dernier est passée de 0,4% à fin 2018 à 17% au T3 2021.

**Graph 11 : Évolution de la part de marché du groupe Orange dans le segment Internet filaire**



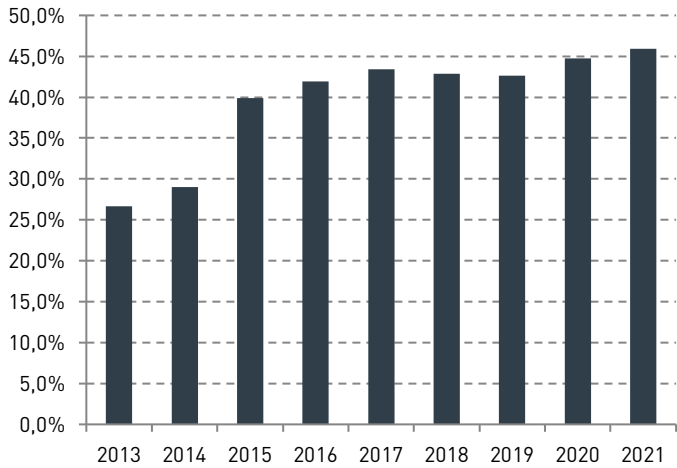
Source : CDG Capital Insight, ANRT

De son côté, le groupe Maroc Telecom peine à maintenir sa part de marché. Il a enregistré une hausse de seulement 31 000 abonnés par rapport au T3 2020 contre une augmentation de 185 000 clients pour le secteur, soit une part de marché nouveaux clients de seulement 16,9%. Une tendance qui devrait à notre sens se poursuivre à moyen terme dans l'optique d'une généralisation du dégroupage et qui devrait s'accompagner par une baisse des prix.

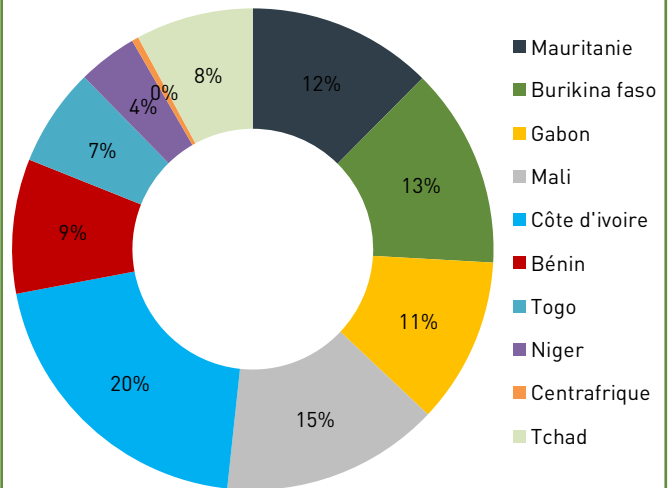
## D) Un potentiel de croissance continu mais limité des filiales subsahariennes

L'ouverture à l'international du groupe Maroc Télécom se traduit par une présence dans 10 pays. Cette politique d'expansion et de diversification de sources de revenus a permis d'augmenter la part de l'activité à l'international dans les principaux agrégats du groupe, celle-ci ressort à 45,9% du CA à fin 2021.

Graph 12 : Evolution de la part des filiales dans le CA



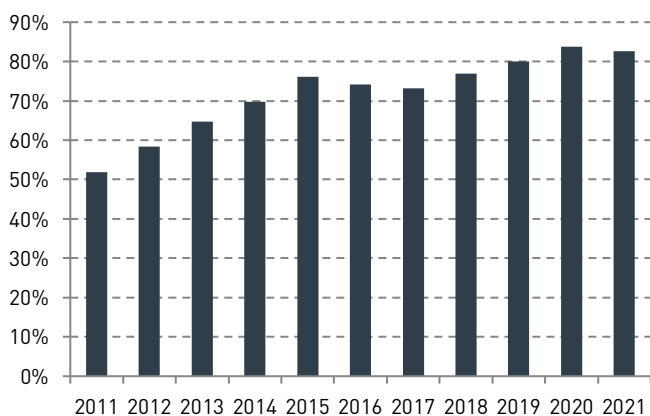
Graph 13 : Répartition du CA Mobile par filiale



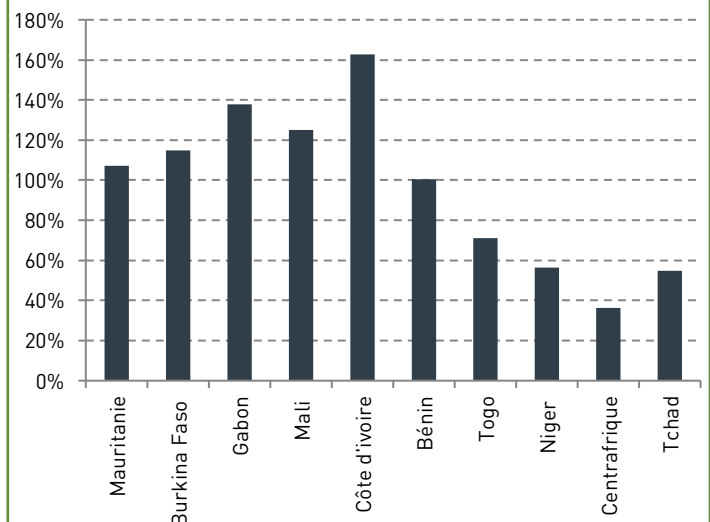
Source : CDG Capital Insight, états financiers Maroc Télécom, agences de réglementations des différents pays

Globalement, nous pensons que le continent africain devrait continuer à offrir un potentiel important. Avec une population jeune, des perspectives économiques globalement prometteuses et des taux de pénétration qui demeurent relativement bas (estimé à 82,7% pour la région d'Afrique selon les statistiques de l'IUT), certains marchés africains représentent toujours une aubaine pour les opérateurs Télécoms.

Graph 14 : Évolution du taux de pénétration du Mobile en Afrique



Graph 15 : Taux de pénétration du Mobile par pays de présence à fin 2021

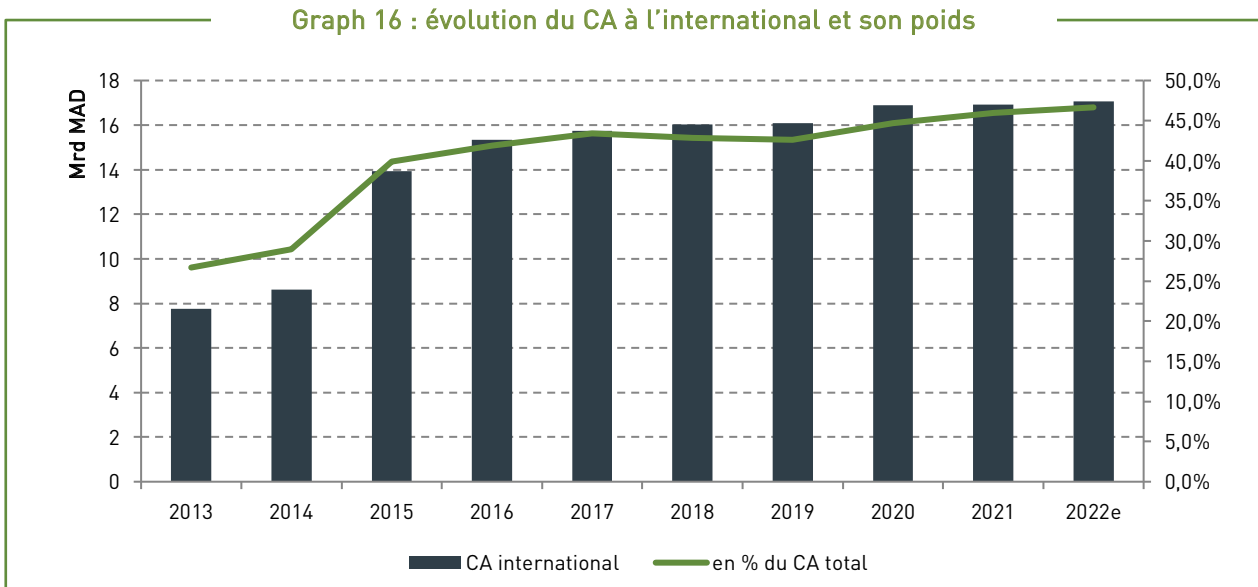


Source : CDG Capital Insight, ITU, agences de réglementations des différents pays

Par ailleurs, le continent africain est considéré comme particulièrement fertile pour l'innovation technologique et dans ce sens nous assistons aujourd'hui à un développement significatif de la Data Mobile, où l'équipement en Smartphones continue à augmenter rapidement en Afrique, comme expliqué précédemment. Par conséquent, les revenus provenant des filiales africaines devraient bénéficier du bon essor de la Data Mobile

Toutefois, les tensions concurrentielles, les contraintes réglementaires liées notamment à la baisse des terminaisons d'appel et la pression des régulateurs sur la qualité de service et l'identification des clients, devraient continuer à limiter l'évolution du CA à l'international.

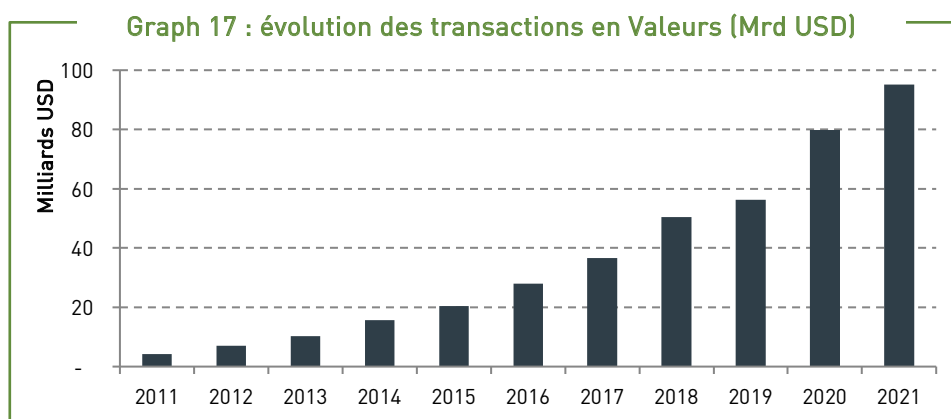
Dans ce sens, nous tablons sur une légère hausse d'environ 1% du CA à l'international pour s'établir à 17,1 Mrd MAD à fin 2022e.



Source : CDK Insight, Etats financiers de Maroc Télécom

## E) Vers un développement du Mobile Money, comme un relais de croissance surtout en Afrique subsaharienne

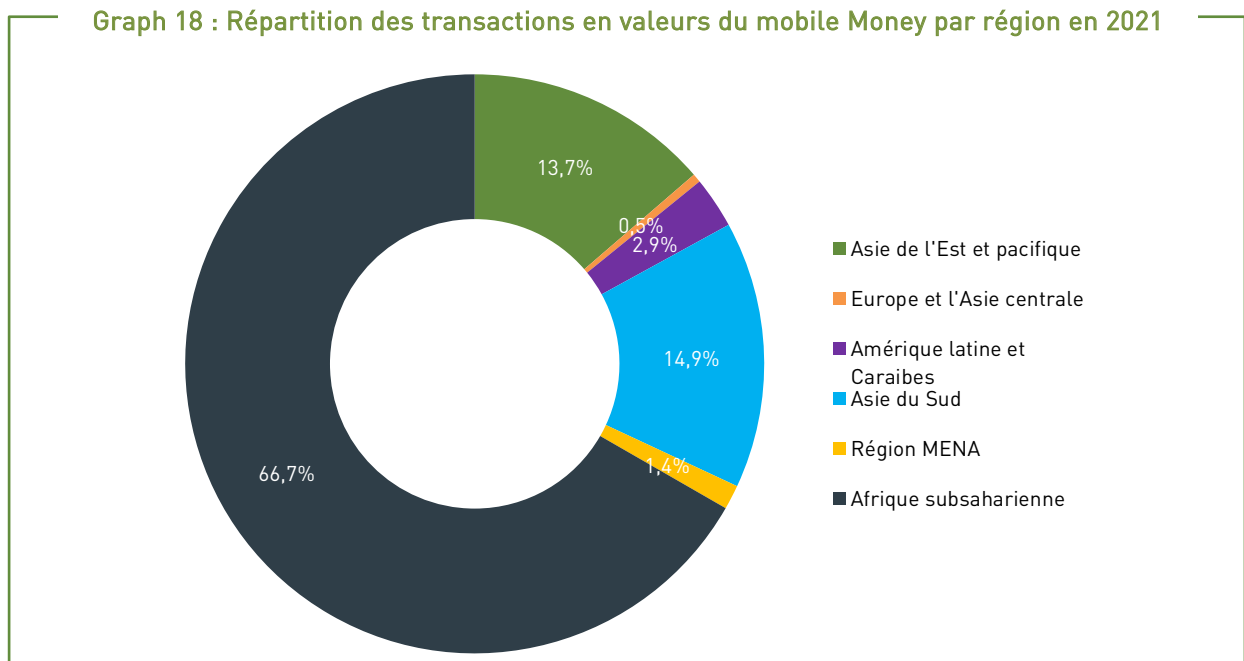
Au cours de la dernière décennie, le mobile money a connu un développement significatif passant d'une offre de niche à un service financier largement utilisé. Ceci s'est traduit par une forte croissance des opérations que ce soit en termes de nombre, de volume ou encore de fréquence. En 2021, le nombre de comptes enregistrés a atteint 1,35 milliard dans le monde, soit une hausse de 18 % par rapport à 2020 et une progression annuelle moyenne de 29,3% depuis 2012. Parallèlement, les transactions ont enregistré une augmentation moyenne de 36,6% sur la dernière décennie à 95,2 Mrd USD.



Source : CDG Capital, GSMA

Le Mobile money connaît toutefois plus de succès en Afrique Subsaharienne, comme en témoigne la répartition régionale des transactions, où environ les deux tiers des transactions liées aux services

du mobile money au monde sont situées en Afrique subsaharienne, selon les statistiques de GSMA (Global System for Mobile Communications).



Source : CDG Capital, GSMA

Globalement, le continent africain est considéré comme particulièrement fertile pour l'innovation technologique en raison de ses caractéristiques. Tout d'abord, les deux tiers de la population africaine restent non bancarisés, ce qui crée des opportunités pour servir cette population différemment des opérateurs bancaires. De plus, le manque d'infrastructure du continent fait qu'il est difficile pour les banques en place de servir les clients non bancarisés avec des produits et des canaux traditionnels. Enfin, l'adoption rapide des téléphones mobiles (un taux de pénétration en moyenne à 82,7%, selon les statistiques de l'IUT) favorise également la montée en puissance des solutions Fintech.

Ceci représente à notre sens une aubaine pour les opérateurs télécoms généralement et plus particulièrement pour le groupe Maroc Télécom à travers ses filiales. Certes la région d'Afrique de l'Est est la plus dynamique et compte environ 57% des transactions de la région subsaharienne. Toutefois, nous notons un développement significatif sur les trois dernières années de la taille des transactions en Afrique de l'Ouest et dans une moindre mesure en Afrique centrale, où le groupe est présent à travers ses filiales. En effet, la taille des transactions en Afrique de l'Ouest a atteint 22,5 Mrd USD à fin 2021, soit une hausse de 47,6% par rapport à 2020 et une hausse moyenne de 33,2% sur les trois dernières années. Cette dynamique a profité aussi du contexte de pandémie qui a favorisé les paiements électroniques afin de limiter les contacts.

Aujourd'hui, le groupe Maroc télécom est déjà positionné sur ce segment dans certains pays africains. Prenons comme exemple la Côte d'Ivoire, premier pays en termes de valeur des transactions réalisées dans la région UEMOA : Les opérateurs de téléphonie mobile se sont partagés 46,2 Mrd FCFA de commissions courant l'année 2021, soit environ 753,7 MMAD. Certes, l'opérateur Orange a une grande longueur d'avance et s'accapare la grande majorité des transactions. Toutefois, Maroc Télécom détient à travers sa filiale Moov 8% de part de marché, soit 3,7 Mrd FCFA (61 MMAD).

Ces commissions perçues représentent seulement 5% du chiffre d'affaires du secteur mobile, mais les perspectives sont toujours très prometteuses.

C'est le cas aussi pour le Bénin par exemple, où le chiffre d'affaire de la filiale du groupe Maroc Télécom, relatif au Mobile Money, ne cesse d'augmenter et ressort à 3,9 Mrd FCFA à fin 2020, soit une part de marché de 13% dans ce segment. Ceci représente environ 5% du CA mobile de l'opérateur Moov, en dessous du poids moyen pour le secteur qui s'est établi à 12%. Ceci montre encore une fois le retard que le groupe devrait rattraper à travers un plan stratégique spécifique mais nous demeurons confiants en sa capacité à faire face à ses différents défis et profiter du développement continu de ce segment en Afrique subsaharienne globalement.

## Partie 2- Perspectives 2022<sup>e</sup> pour le groupe Maroc Télécom et valorisation

### A) Un premier trimestre qui traduit globalement les différents enjeux du secteur

Tableau 1 : Récapitulatif des principaux indicateurs financiers

	3M 2021	3M 2022	évolution en %
Chiffre d'affaires	8 914	8 770	-1,6%
Maroc	4 889	4 756	-2,7%
Mobile	2 966	2 816	-5,1%
Fixe & Internet	2 370	2 394	1,0%
International	4 292	4 282	-0,2%
Résultat opérationnel ajusté	2 746	2 815	2,5%
RNPG ajusté	1 474	1 500	1,8%

Source : états financiers du groupe Maroc Télécom

A fin mars 2022, le groupe Maroc Telecom a affiché un chiffre d'affaires de 8,77 Mrd MAD en baisse de 1,6% par rapport à fin mars 2021. Cette diminution traduit une baisse de 2,7% (yoy) du CA au Maroc et une légère diminution de 0,2% (yoy) du CA à l'international.

#### 1) Maroc :

- **Le segment mobile:** Le CA a enregistré un repli de 5,1% (yoy). Comme prévu, cette activité se caractérise par une poursuite de la baisse des tarifs liée à un environnement concurrentiel et l'impact de la baisse des terminaisons d'appel. Dans ce sillage, l'ARPU mixte a connu une forte diminution de 7,8% à 44,9 MAD/mois. Par ailleurs, le parc mobile a progressé légèrement de 2,8% pour s'établir à 19,9 millions de clients grâce à la croissance à la fois des clients prépayés et post-payés.
- **Le CA du segment Fixe** a affiché une légère hausse de 1,0% (yoy) à 2,4 Mrd MAD. La baisse des revenus voix a été largement compensé par la hausse du CA Data qui a enregistré une hausse de 8,3%. En effet, le segment Internet filaire connaît un développement significatif des clients FTTH (+47% yoy) qui compense en partie la perte des clients ADSL.

- **Afrique** : Le CA des filiales subsahariennes a affiché une légère baisse de 0,2% (yoy) : A taux de change constant, les revenus à l'international ont connu plutôt une hausse de 1,8% (yoy), portée essentiellement par la progression de 29% de la Data Mobile, qui atténue la baisse des terminaisons d'appel dans certains pays.

Pour sa part, l'EBITDA a enregistré une légère baisse de 0,9% (yoy) à 4,5 Mrd MAD. A notre sens, la bonne tenue des charges d'interconnexion suite à la baisse des terminaisons d'appel surtout en Afrique subsaharienne a atténué le repli du CA. Ainsi, la marge d'EBITA s'est améliorée légèrement à 51,5%. Suite à une baisse des dotations aux amortissements, le résultat opérationnel a affiché une hausse de 2,5% à 2,8 Mrd MAD. Au final, le RNPG du groupe s'élève à 1,5 Mrd MAD, soit une hausse de 1,8% par rapport à fin mars 2021.

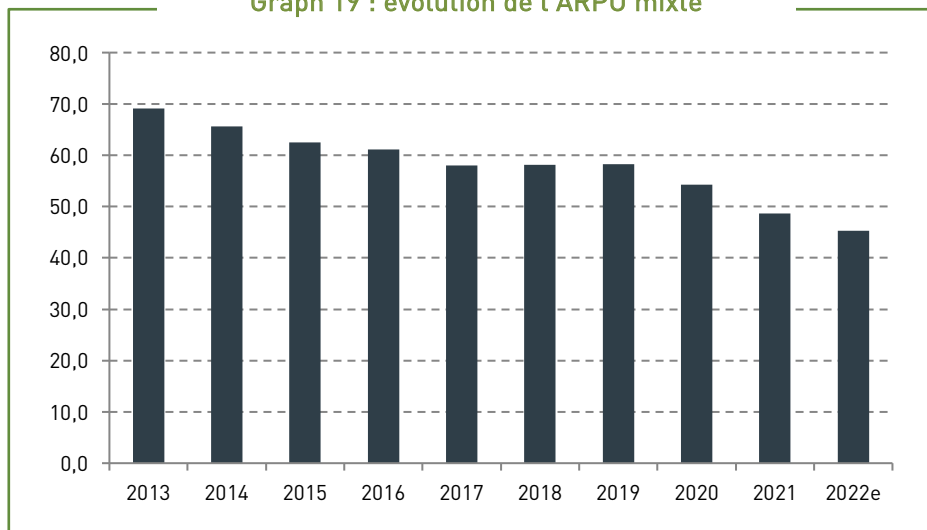
## B) Perspectives 2022 pour le groupe Maroc Télécom

- **Poursuite du repli du CA et des marges en légère baisse**

Compte tenu de l'ensemble des éléments présentés dans la 1ère partie, nous prévoyons une légère baisse de 1,5% du CA du groupe à fin 2022e. Ce recul se décline comme suit :

- 1) **Activité mobile au Maroc** : nous anticipons une baisse des activités voix suite à un environnement concurrentiel et une baisse des prix liée à la réduction des terminaisons d'appel. Les revenus Data devrait renouer avec la hausse selon nos estimations profitant d'une amélioration du parc clientèle. Dans ce sens, nous prévoyons une baisse de 7,3% de l'ARPU mixte à 45,3 MAD. Par ailleurs. Au total, le CA de l'activité mobile national devrait reculer de 5,7% en 2022e pour s'élever à 11,0 Mrd MAD.

Graph 19 : évolution de l'ARPU mixte

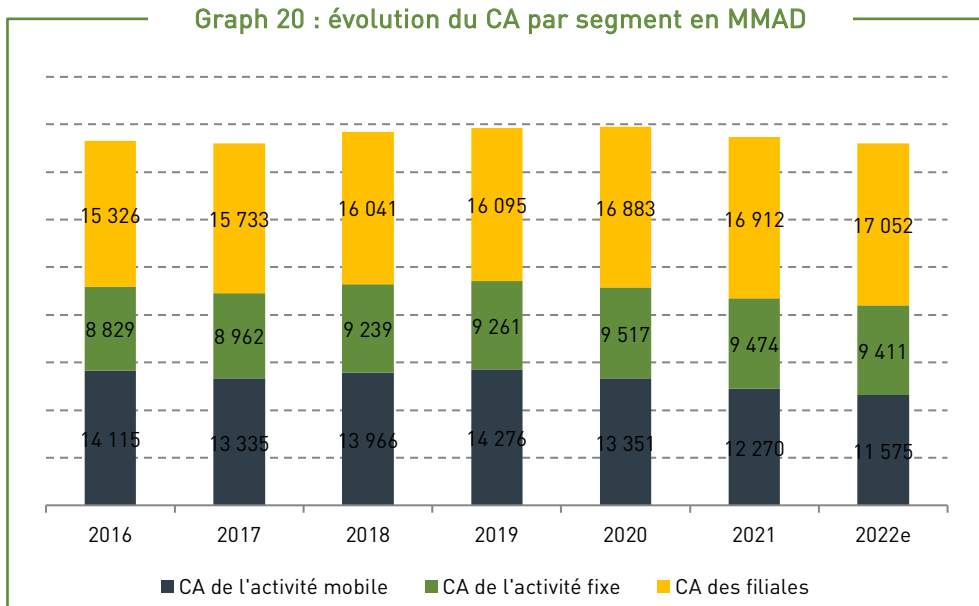


Source : CDK Insight, Etats financiers de Maroc Télécom

- 2) **Activité fixe au Maroc** : Selon nos estimations, le CA devrait enregistrer une légère baisse de 0,7% durant la prochaine année, atténuée par l'amélioration du CA Data fixe (+4,5%) qui profite du développement du réseau FTTH.
- 3) **Filiales sub-sahariennes** : Les contraintes réglementaires notamment la baisse des terminaisons d'appel et la pression concurrentielles, devraient freiner l'évolution du CA à l'international. Dans ce sens, nous tablons sur une croissance de 0,8% du CA à l'international.



Au final, la contribution de l'international au CA du groupe devrait augmenter aux alentours de 47% à fin 2022e.



Source : CDK Insight, Etats financiers de Maroc Télécom

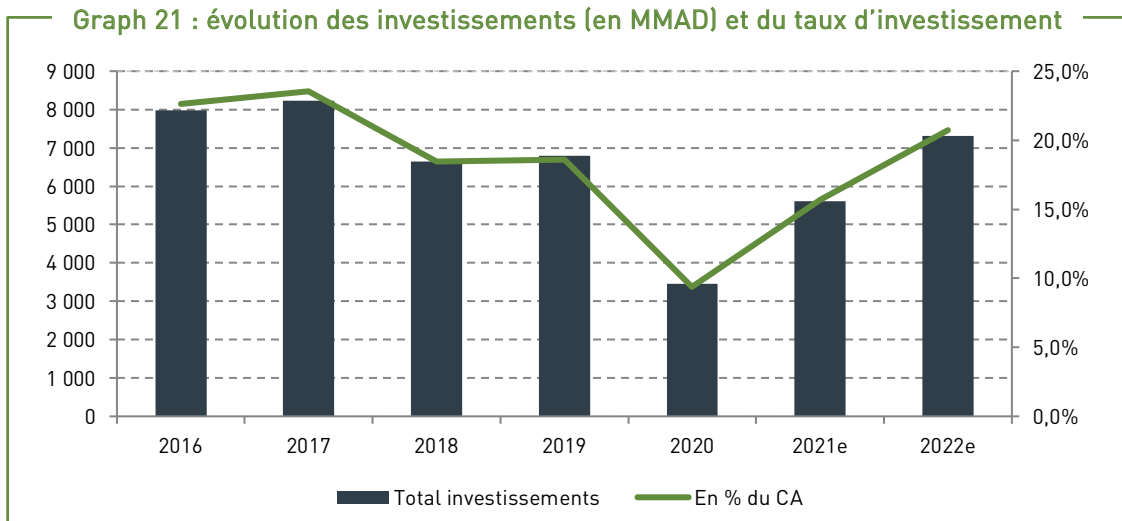
Par ailleurs, nous tablons sur une baisse de 2,6% du résultat opérationnel pour s'établir à 11,3 Mrd MAD à fin 2022e, soit une marge opérationnelle à 32,0% contre 32,3% en 2021. Cette quasi-stabilité de la marge opérationnelle devrait profiter en partie de la baisse des terminaisons d'appel dans plusieurs pays. Au final, le RNPG devrait s'établir à 5,8 Mrd MAD, soit une marge nette de 16,5%.

#### ▪ ***Des investissements importants malgré le contexte difficile***

Le groupe Maroc Télécom prévoit une hausse des investissements pour l'année 2022e. Globalement, ces investissements concernent les extensions de capacité et de la couverture 4G et le développement de la fibre optique, afin d'accompagner la forte croissance du trafic Data. De plus, pour certaines filiales, des investissements sont nécessaires pour une couverture plus large et une meilleure qualité de service.

Compte tenu des perspectives du groupe, nous estimons un taux d'investissement à 20,7% pour 2022e, après deux années de baisse de régime suite à la crise sanitaire.

A moyen terme, nous pensons que les investissements devraient s'alourdir davantage pour le secteur en réponse au développement de la 5G, tenant compte de la note d'orientation de l'ANRT.

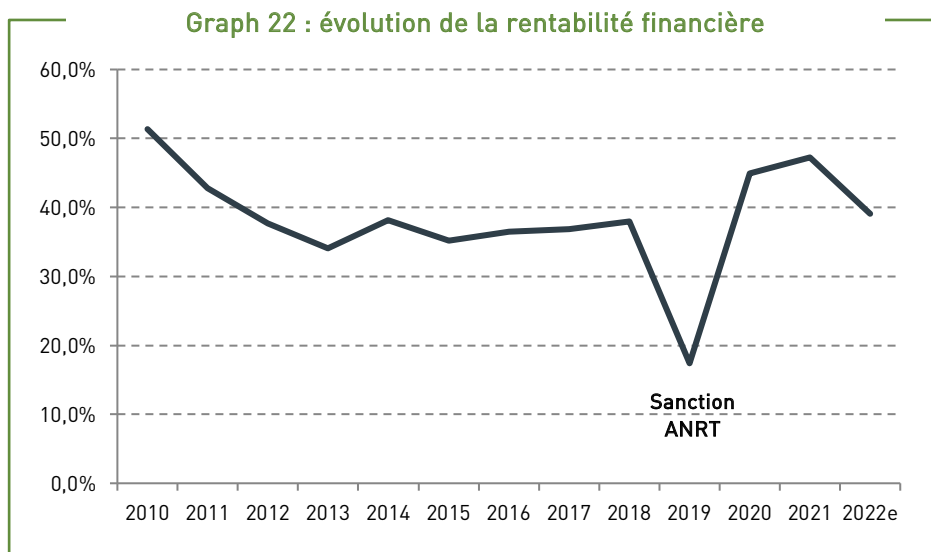


Source : CDK Insight, Etats financiers de Maroc Télécom

### ▪ *Vers une légère érosion de la rentabilité*

Le groupe Maroc Télécom se caractérise certes par une forte rentabilité, l'une des meilleurs du marché marocain, mais elle a connu globalement une tendance légèrement baissière durant la dernière décennie, suite à un environnement fortement concurrentiel et au processus de maturation du marché intérieur qui a fini par atteindre de forts taux de pénétration. Sur les onze dernières années, la rentabilité financière est passée de 51,4% en 2010 à 47,2% en 2021. En effet, avec un TCAM de -4,1% le résultat net part du groupe a connu une baisse plus importante que celle des fonds propres (-3,4%).

Cette tendance devrait se poursuivre pour l'année 2022<sup>e</sup> qui traduit une légère baisse du RNPG accompagné par un renforcement des fonds propres en 2021 suite essentiellement à un taux de distribution de dividende à 70%, qui a rompu pour la deuxième année consécutive avec sa politique de distribution totale des bénéfices.



Source : CDK Insight, Etats financiers de Maroc Télécom

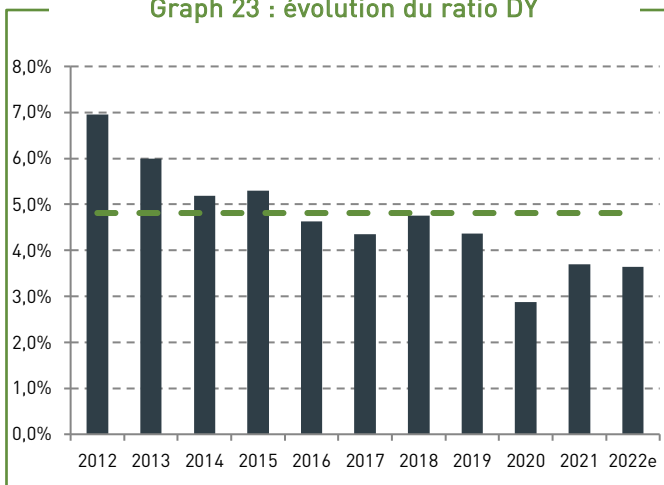
## C) Valorisation : Changement de notre recommandation de « Alléger » à « Conserver »

Sur la base du modèle DCF, notre valorisation du groupe Maroc Télécom ressort à 126 MAD par action, soit un potentiel de baisse de -1,2% par rapport au cours du 06/06/2022.

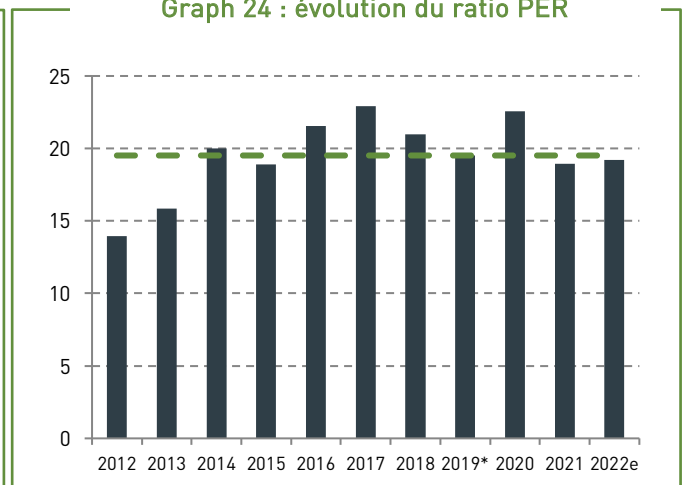
En se basant sur l'échelle de recommandation de CDG Capital Insight, nous recommandons de « Conserver » la valeur Maroc Télécom.

La valeur se négocie à 19,2x sa capacité bénéficiaire en 2022e, légèrement inférieure par rapport à son niveau moyen historique sur les dix dernières années de 19,5x. Par ailleurs, avec un taux de distribution estimé à 70% pour l'exercice 2022e, le D/Y ressort à 3,6%, soit un niveau inférieur à la moyenne historique de 4,8%.

Graph 23 : évolution du ratio DY



Graph 24 : évolution du ratio PER



\*Retraité de la sanction de l'ANRT

Source : CDK Insight, Etats financiers de Maroc Télécom

# CDG CAPITAL

CDG CAPITAL INSIGHT

## Directeur Insight

**Radouane SIDKY**

Radouane.sidky@cdgcapital.ma

## Recherche Actions

**Fatima Zahra BENJDYA**

fatima-zahra.benjdyal@cdgcapital.ma

**Fatima Zahra ERRAJI**

ferraji@cdgcapital.ma

## Recherche Macroéconomique et Taux

**Ahmed ZHANI**

ahmed.zhani@cdgcapital.ma

**Sarah GRILI**

sarah.grili@cdgcapital.ma

## SYSTEME DE RECOMMANDATION

CDG Capital Insight se base pour les recommandations sur son échelle de recommandation et attribue désormais un système de recommandation aux valeurs cotées sur la Bourse de Casablanca en utilisant une échelle de «A», «B», «C», «D», «E».

Cette notation va permettre aux investisseurs d'utiliser CDGK rating comme un outil parmi d'autres pour leurs choix d'investissement dans le marché actions.

À noter que CDG Capital Insight ne couvre pas l'ensemble des valeurs cotées en bourse, de ce fait, nos recommandations ne concerneront que notre univers de couverture.

Ratings	Prévisions pour les 12 prochains mois	Rendement global (plus-value + dividende)
A	Acheter	>+10%
B	Renforcer	5% < > 10%
C	Conserver	-5% < > 5%
D	Alléger	-10% < > -5%
E	Vendre	< -10%

## Avertissement

CDG Capital maintient une relation d'affaires avec certaines sociétés couvertes par cette publication.

La présente note est élaborée par la Direction CDG Capital Insight. C'est une Direction indépendante des autres métiers de CDG Capital et de ses filiales. Le personnel attaché à cette Direction adhère aux dispositions du code de déontologie applicable aux analystes financiers notamment celles relatives à l'élaboration et la diffusion des notes d'analyse et à la prévention des conflits d'intérêts.

L'analyse et les résultats repris dans le présent document sont le fruit de la réflexion propre et reflète le jugement personnel de l'analyste financier. L'indépendance du jugement et l'objectivité de l'analyste financier ne sont en aucun cas altérés par des considérations autres que l'intérêt des clients. Par ailleurs, les opinions ainsi que les anticipations exprimées dans ce document sont soumis à des changements sans préavis et n'engagent en aucun cas la responsabilité de CDG Capital à quelque titre que soit ainsi aucune partie de ce document ne peut être reproduite sans l'autorisation écrite de CDG Capital insight.

La présente note ne représente pas une réponse à un besoin d'investissement des clients. Elle ne constitue en aucun cas un engagement de la Direction CDG Capital insight au titre de l'exactitude, de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. Elle ne constitue pas non plus une incitation à l'adoption de certaines stratégies d'investissement.

Ce document s'adresse à des investisseurs avertis aux risques liés aux marchés financiers qui sont seuls responsables de leurs choix d'investissement. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencés par un ensemble de facteurs, notamment l'évolution de l'offre et la demande sur les marchés, les taux d'intérêts et les taux de change. Ce document est la propriété de la Direction CDG Capital insight. Nul ne peut en faire usage, dupliquer, copier son partie ou en globalité sans l'accord expresse de la Direction.