

AFRICAPITAL
MANAGEMENT

NOTE D'ANALYSE

AUGMENTATION DE CAPITAL
AKDITAL

JUILLET 2024

Impact de l'AMO sur le secteur de la santé au Maroc : chiffres clés et réalisations



31 MdMAD budget 2024 du ministère de la santé (+55% par rapport à 2021)



+27 millions de bénéficiaires de l'AMO dont **11 millions** : AMO Tadamoun dont **4 millions** : travailleurs indépendants

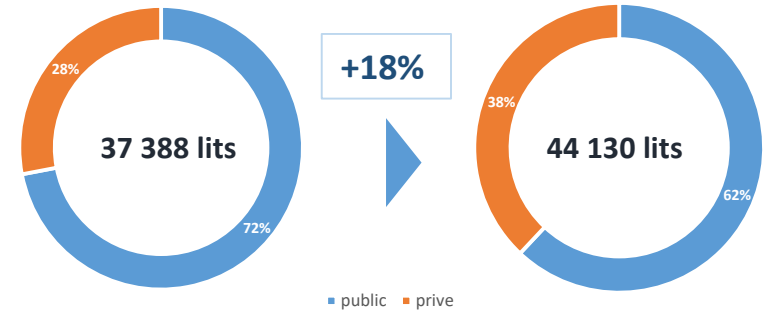


+60 000 dossiers de remboursement déposés à la CNSS en 2023 contre 22 000 en 2020 (x3)

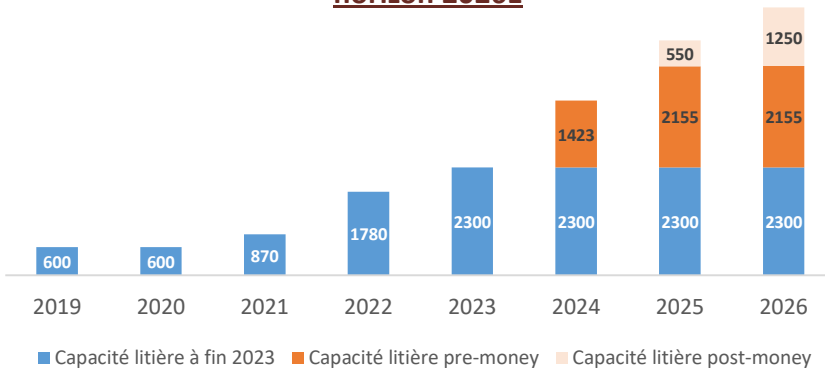


1,2 lit pour 1 000 habitants en 2023 vs **1,0** en 2020 Tunisie : **2,5 OCDE** : **4,3**

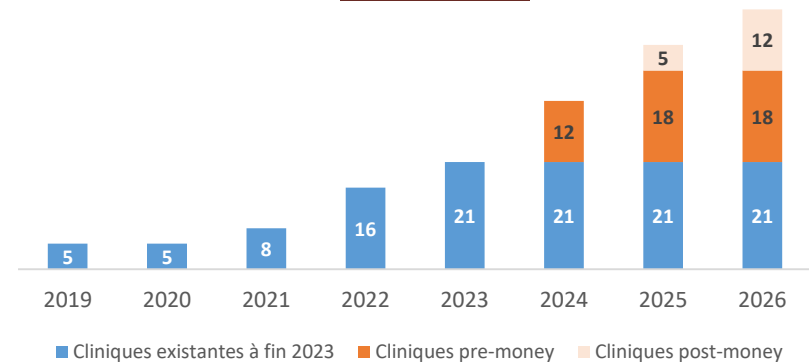
Evolution de l'offre de soins entre 2020 et 2023



Evolution de la capacité litière du Groupe Akdital à horizon 2026E



Evolution de la capacité litière du Groupe Akdital à horizon 2026E



Avant IPO

Etablissements	Année ouverture	Nombre d'établissement	Ville	Capacité litière
Clinique Jerrada Oasis	2011	1	CASABLANCA	100
Clinique Casablanca Ain Borja	2018	1	CASABLANCA	100
Centre International d'Oncologie Casablanca	2019	1	CASABLANCA	150
Hôpital Privé Casablanca Ain Sebaa	2019	1	CASABLANCA	200
Clinique Médico-Chirurgicale Longchamps	2019	1	CASABLANCA	50
Clinique Pédiatrique Atfal	2021	1	CASABLANCA	50
Hôpital Privé et Centre International d'Oncologie d'El Jadida	2021	2	El Jadida	220
Hôpital privé et Centre International d'Oncologie d'Agadir	2022	2	AGADIR	220
Clinique Panorama Sidi Maarouf	2022	1	CASABLANCA	100
Hôpital Privé et Centre International d'Oncologie de Tanger	2022	2	TANGER	270
Clinique de Spécialités de Safi	2022	1	SAFI	100

Après IPO

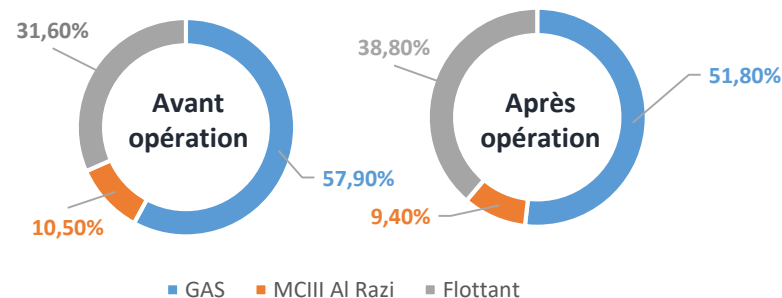
Hôpital Privé et Centre International d'Oncologie de Salé	déc-22	2	SALE	220
Clinique du Bien Être Bouskoura	2023	1	CASABLANCA	100
Hôpital Privé et Centre International d'Oncologie de Fès	2023	2	FES	170
Clinique de Mohammedia	2023	1	MOHAMMADIA	100
Hôpital Privé de Beni Mellal	2023	1	BENI MELLAL	150
Clinique Internationale de Khouribga	févr-24	1	KHOURIBGA	140
Hôpital International Ibn Nafis de Marrakech	mai-24	1	MARRAKECH	92
Clinique Internationale de Mogador Essaouira	T3-2024	1	ESSAOUIRA	166
Hôpital Privé de Tétouan	T3-2024	1	TETOUAN	130
Hôpital Privé et Centre International d'Oncologie de Kénitra	T4-2024	2	KENITRA	197
Hôpital Privé et Centre International d'Oncologie de Meknès	T4-2024	2	MEKNES	194
Clinique Internationale d'Errachidia	T4-2024	1	ERRACHIDIA	157
Clinique Internationale de Taroudant	T4-2024	1	TAROUDANT	153
Clinique Internationale de Dakhla	T4-2024	1	DAKHLA	113
Centre International d'Oncologie de Benguerir	T4-2024	1	BENGUERIR	81
Hôpital Privé Ibn Yassine et Centre International d'Oncologie de Rabat	T1-2025	2	RABAT	183
Hôpital Privé Nador	T1-2025	1	NADOR	130
Hôpital Privé Guelmim	T2-2025	1	GUELMIM	126
Clinique Internationale d'Inzegane	T2-2025	1	INZGANE	127
Hôpital Privé Oujda	T3-2025	1	OUIDA	166

AUGMENTATION DE CAPITAL

Ouvertures Post-Money

Ville	Année ouverture	Nombre de lits	Investissement prévu en KMAD
TAZA	2025	100	123 000
BERKANE	2025	100	123 000
CASA GHANDI	2025	150	151 000
KHEMISSAT	2025	100	123 000
KALAA SRAGHNA	2025	100	123 000
LARACHE	2026	100	123 000
MARRAKECH	2026	100	97 000
BERRACHID	2026	100	123 000
FES	2026	100	97 000
TANGER	2026	100	97 000
AGADIR	2026	100	97 000
SEFROU	2026	100	123 000
Total		1 250	1 400 000

Actionnariat PRÉ VS. POST augmentation



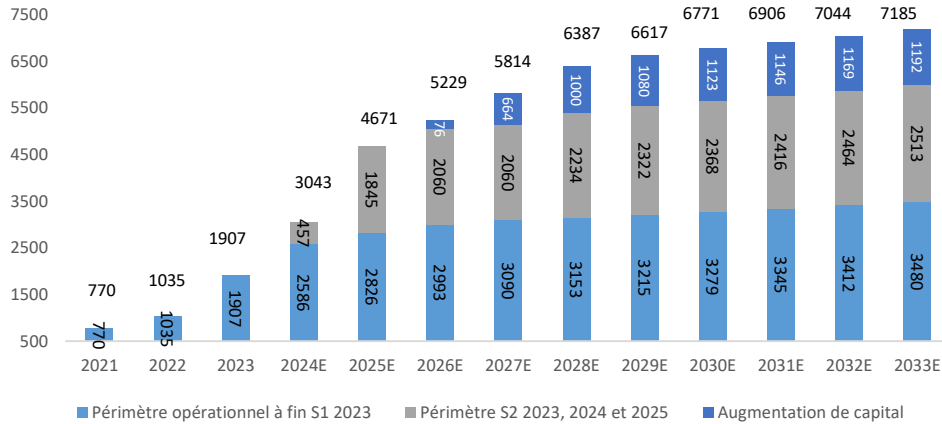
À l'issue de cette opération et sous l'hypothèse de la non participation des actionnaires de référence (GAS) et du fonds d'investissement MCIII-AI Razi (fonds géré par la société de capital-investissement Meditterrania Capital Partners), le capital flottant ressortirait à 39% contre 32% pré-AC (dilution des actionnaires historiques d'environ 10%).

Caractéristiques techniques de l'augmentation de capital

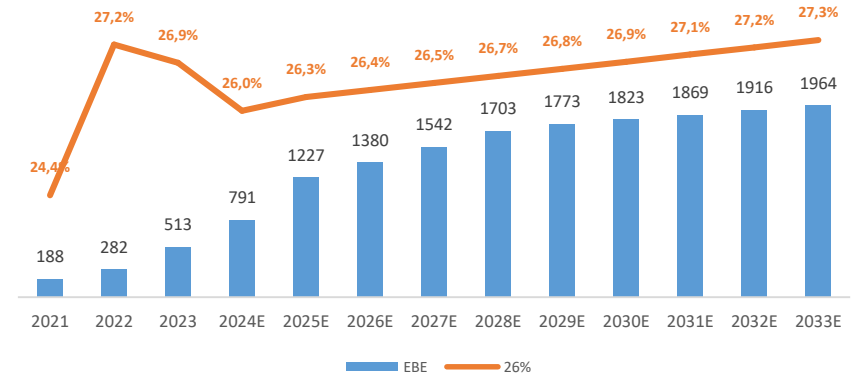
Structure de l'offre	Type1	Type2
Montant de l'offre	799 999 430 MAD	200 000 360 MAD
En % du montant global de l'Opération	80%	20%
Nombre d'actions	1 194 029	298 508
Minimum de souscription par investisseur (actions)	4477	0
Minimum de souscription par investisseur (MAD)	2 999 590	0
Plafond	MIN(99 999 979 MAD ; 10% Actif Net)	
Modalités d'allocation	Allocation au prorata des demandes	1ère allocation : par itération à hauteur de 200 actions par souscripteur ;
		2ème allocation : allocation du reliquat au prorata de l'excédent des demandes au-delà des 200 actions.

La structure de cette augmentation de capital propose deux tranches aux différentes catégories d'investisseurs. La 1ère porte sur un montant de 800 MDH au prorata de la Demande dont une souscription minimum est fixée à 3 MDH, soit 4.477 Actions. Pour sa part, la 2ème tranche de l'augmentation de capital porte sur une Offre de 200 MDH sans aucun minimum requis avec une 1ère allocation à hauteur de 200 Actions par souscripteur (134.000 DH) et une 2ème allocation au prorata de l'excédent de la Demande au-delà des 200 Actions.

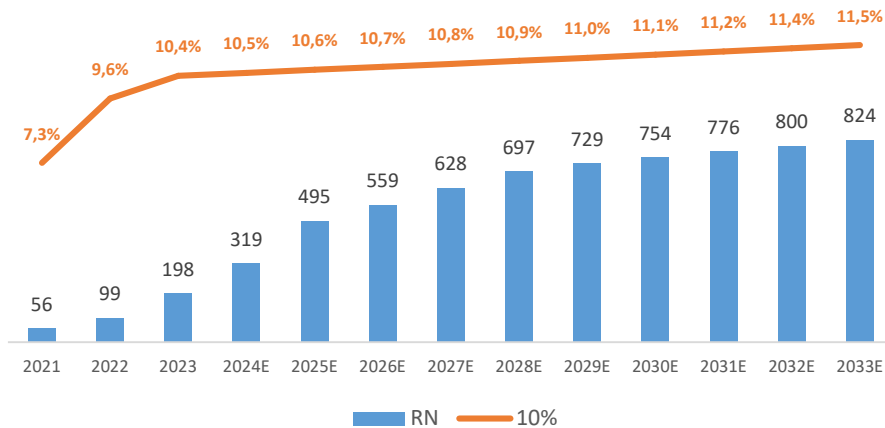
Evolution du chiffre d'affaires consolidé sur la période 2021-2033E (en MDH)



Evolution du EBE sur la période 2021-2033E (en MDH)



Evolution du RN sur la période 2021-2033E (en MDH)



Evolution de PER 2024E-2033E

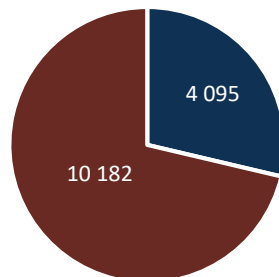


Valorisation par la méthode DCF

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
CHIFFRES D'AFFAIRES	1 907	3 043	4 671	5 229	5 814	6 387	6 617	6 771	6 906	7 044	7 185
	var	84,3%	59,6%	53,5%	11,9%	11,2%	9,9%	3,6%	2,3%	2,0%	2,0%
EBE	513	791	1 227	1 380	1 542	1 703	1 773	1 823	1 869	1 916	1 964
	var	81,9%	54,2%	55,1%	12,5%	11,7%	10,4%	4,1%	2,8%	2,5%	2,5%
IMPOTS	154	237	368	414	463	511	532	547	561	575	589
INVESTISSEMENTS	995	1 640	1 445	899	154	162	167	167	167	167	167
VAR BFR	37	-152	-263	182	254	144	-6	-4	-4	-4	-4
CASH FLOW DISPONIBLES		-934	-323	-115	671	886	1 080	1 113	1 145	1 178	1 211
CF actualisés		-898	-287	-94	508	620	698	665	632	600	570

Hypothèses

Hypothèses	
COÛT DU CAPITAL	11%
BETA	1,2
TAUX SANS RISQUE	3,4%
PRIME DE RISQUE	6%
COÛT DE LA DETTE	3,80%
DETTE SUR STRUCTURE FINANCIERE CIBLE	40%
CMPC	8,25%
TAUX DE CROISSANCE A L'INFINI	1,50%



- SOMME CF ACTUALISES
- VALEUR TERMINALE

Résultats en millions MAD

VALEUR ENTREPRISE CFD	11 265
SOMME CFD ACTUALISES	3 913
VALEUR TERMINALE	8 576
INTERET MINORITAIRES	395
PARTICIPATION AKDITAL IMMO	150
ENDETTEMENT NET	979
COURS CIBLE	921,98 MAD
NOMBRE DE TITRES	14 159 207
DERNIER COURS BOURSIER	790,00 MAD
DECOTE/SURCOTE	+16,7%

Au terme de notre analyse et tenant compte du contexte boursier actuel, nous décidons de « **SOUSCRIRE** » à l'augmentation de capital d'Akdital. Notre décision repose sur les arguments suivants :

- Une décote de **16,7%** par rapport au cours de souscription (cours du 04/07/2024) offre aux investisseurs un point d'entrée attractif et un coussin de sécurité supplémentaire pour réaliser une plus-value à court terme.
- Il s'agit d'une valeur de "Croissance" qui devrait bénéficier d'une amélioration de ses multiples de valorisation, avec un P/E 2027E de **13,4x**.
- Akdital présente un bilan positif depuis son IPO en termes de :
 - ✓ Rythme d'ouverture des établissements de santé.
 - ✓ Croissance de ses indicateurs opérationnels.
 - ✓ Performance de son titre en Bourse.

Cette nouvelle levée de fonds suggère un nouveau cycle boursier favorable pour le titre dans les années à venir.

- La thématique « Santé » demeure un sujet de grand intérêt pour la communauté financière, stimulée par la nouvelle vision du Royaume à ce sujet. En particulier, la réforme du système de santé national et la généralisation de l'assurance maladie à l'ensemble de la population devraient engendrer à l'avenir des news flow positifs en faveur du titre.

Estimation du montant de souscription

Les OPCVM vont souscrire pour répliquer le benchmark après l'augmentation de la capitalisation flottante d'Akdital suite à l'opération.

Capitalisation flottante d'Akdital avant l'opération	3 546 224 266,55 MAD
Capitalisation flottante d'Akdital après l'opération	4 546 224 056,55 MAD
Poids d'Akdital dans le MASI après l'opération	2,53%
La demande des OPCVM pour répliquer le nouveau poids benchmark	369 717 849,53 MAD

La demande de l'OPCVM est égale au plafond maximal autorisé, soit le minimum entre 10 % de l'opération et 10 % de l'actif net de l'OPCVM.

La demande des OPCVM Actions	3 559 450 503 MAD
La demande des OPCVM Diversifiés	4 549 116 193 MAD
LA demande Totale	8 108 566 695 MAD

Dans l'hypothèse où les membres du GAS et MCIII Al Razi ne souscrivent pas à l'opération.