

AKDITAL S.A.

Modèle à trois états financiers et valorisation DCF

Groupe hospitalier privé marocain — coté à la Bourse de Casablanca (ticker AKT)

VALEUR PAR ACTION (DCF)	COURS ACTUEL (AKT)	UPSIDE IMPLICITE
1 852 MAD	1 170 MAD	+58,3%

Ce document présente le modèle de projection financière d'Akdital S.A. sur 2026-2030 (compte de résultat, bilan, tableau de flux de trésorerie) et la valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) qui en découle, après un audit critique des hypothèses initiales, de la construction du WACC et de la reconstruction de la dette nette.

Source des données historiques : rapports financiers annuels consolidés d'Akdital S.A. (exercices 2023, 2024, 2025), Bourse de Casablanca. Document généré à partir du modèle Excel de l'utilisateur — construit et audité de façon itérative avec Claude.

Résumé exécutif

Le modèle DCF construit sur la base des trois états financiers projetés (2026-2030) et d'une prolongation explicite (2031-2033) aboutit à une valeur par action de **1 852 MAD**, contre un cours de bourse actuel de 1 170 MAD — soit un upside implicite de **+58,3%**.

Trajectoire de croissance (2023 → 2030e)

Indicateur	2023 (réel)	2025 (réel)	2030e (projection)
Chiffre d'affaires	1,91 MMDH	4,41 MMDH	12,63 MMDH
EBITDA	0,51 MMDH	1,21 MMDH	3,85 MMDH
Résultat net (ensemble consolidé)	0,20 MMDH	0,49 MMDH	1,62 MMDH

Points clés de l'audit du modèle

- La première version du DCF affichait une valeur de 261,84 MAD/action (-77,6% vs cours) — un écart anormalement large qui a déclenché un audit méthodique de chaque onglet plutôt qu'un simple ajustement du DCF.
- **Capex** : la trajectoire initiale maintenait un capex élevé jusqu'en 2030, incompatible avec la stabilisation des investissements attendue après l'achèvement du programme national (62 établissements / 6 200 lits, cible fin 2027) et l'objectif de désendettement du management (levier net/EBITDA $\approx$ 0,7x à horizon 2030).
- **WACC** : la structure de capital utilisait initialement les capitaux propres *comptables* ($\approx$ 2,9 MMDH), très inférieurs à la capitalisation boursière réelle ($\approx$ 16,6 MMDH) — sous-pondérant fortement le poids des fonds propres dans le coût du capital. Corrigé en valeur de marché.
- **Horizon de projection** : un Gordon Growth appliqué directement après 5 ans tronquait une histoire de croissance encore soutenue (un consensus sell-side situe la croissance à $\sim$ 24,5% CAGR jusqu'en 2030) — une prolongation explicite 2031-2033 a été ajoutée avant le calcul de la valeur terminale.
- **Dette nette** : ce n'est pas une quatrième erreur, mais un raffinement de rigueur. La dette nette a été reconstruite en intégrant la trésorerie passif (concours bancaires court terme) à la dette de financement long terme, et en déduisant les titres et valeurs de placement en quasi-liquidités — soit 3,37 MMDH. Ce chiffre a ensuite été réconcilié avec l'endettement net consolidé publié par Akdital (4,27 MMDH) : l'écart de 897 MDH s'explique par un périmètre publié plus large (dettes de loyers IFRS 16, autres dettes financières, TVP non déduites). Le pont valeur d'entreprise → capitaux propres et le nombre d'actions retenu (14 159 207, post-augmentation de capital 2024) reposaient déjà sur le bon principe ; c'est la précision et la transparence de la dette nette qui ont été renforcées — voir la double base de valorisation, section 7.

Un écart résiduel avec le cours de marché peut rester légitime : le marché price aussi le risque d'exécution du plan d'expansion, la liquidité du titre et l'incertitude sur le financement de l'expansion internationale. Ce document présente le raisonnement du modèle, pas une recommandation d'investissement.

1. Données historiques consolidées (2023-2025)

Montants en MAD	2023	2024	2025
Chiffre d'affaires (MAD)	1 907 329 124	2 954 038 793	4 413 384 274
Résultat d'exploitation (EBIT)	328 102 925	519 258 058	807 750 348
Résultat net — ensemble consolidé	197 793 115	347 553 993	494 331 591
Total actif	3 899 643 161	6 367 786 756	9 486 454 588
Capitaux propres — ensemble consolidé	1 425 567 536	2 638 508 203	2 925 562 585
Dettes de financement	1 067 190 582	1 428 622 648	3 727 486 430
Trésorerie — actif	206 449 652	575 808 633	504 349 961
Trésorerie — passif	118 546 796	242 660 277	749 506 532

Le chiffre d'affaires a plus que doublé entre 2023 et 2025 (CAGR ≈52%), porté par l'ouverture continue de nouveaux établissements. Point notable : au 31/12/2025, la trésorerie nette du groupe (actif - passif) est négative, la dette court terme dépassant la trésorerie disponible — cohérence vérifiée entre le bilan et le tableau de flux de trésorerie.

2. Hypothèses de projection (2026-2030)

Hypothèse	2026	2027	2028	2029	2030
Croissance du chiffre d'affaires	35,0%	28,0%	22,0%	18,0%	15,0%
Marge EBITDA cible	27,0%	28,0%	29,0%	30,0%	30,5%
BFR cible (% du CA)	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Capex cible (% du CA)	42,0%	35,0%	18,0%	14,0%	12,0%
Taux d'imposition	30,0%	31,0%	32,0%	33,0%	33,0%
Coût de la dette	5,0%	5,0%	4,8%	4,5%	4,5%

La croissance du CA décélère progressivement (35% → 15%), reflétant le ralentissement attendu des ouvertures après l'achèvement du programme national fin 2027 et la montée en puissance plus lente de l'expansion internationale. Le capex suit la même logique : élevé en 2026-2027 (achèvement du réseau national) puis fortement réduit à partir de 2028 (basculer vers un régime d'entretien + expansion internationale ciblée).

3. Compte de résultat prévisionnel

Montants en MAD	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Chiffre d'affaires	4 413 384 274	5 958 068 770	7 626 328 025	9 304 120 191	10 978 861 825	12 625 691 099
EBITDA (mémo)	1 213 931 897	1 608 678 568	2 135 371 847	2 698 194 855	3 293 658 548	3 850 835 785
Résultat d'exploitation (EBIT)	807 750 348	1 020 799 223	1 382 886 286	1 780 162 471	2 210 380 334	2 605 065 839
Résultat net — ensemble consolidé	494 331 591	572 784 698	814 280 522	1 077 532 590	1 357 258 375	1 621 697 663

Marges	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Marge EBITDA	27,5%	27,0%	28,0%	29,0%	30,0%	30,5%
Marge nette	11,2%	9,6%	10,7%	11,6%	12,4%	12,8%

4. Bilan prévisionnel

Montants en MAD	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Total actif	9 486 454 588	10 762 416 467	12 287 047 283	14 138 845 815	16 268 982 944	18 650 866 595
Capitaux propres de l'ensemble consolidé	2 925 562 585	3 498 347 283	4 312 627 806	5 390 160 396	6 747 418 770	8 369 116 434
Dettes de financement (variable d'ajustement)	3 727 486 430	3 738 799 162	3 750 111 895	3 761 424 628	3 772 737 361	3 784 050 094
Trésorerie — actif	504 349 961	(929 303 072)	(2 180 115 307)	(1 948 646 764)	(1 134 322 596)	130 565 058

La dette de financement est utilisée comme variable d'ajustement (plug) équilibrant le bilan ; la trésorerie découle du flux de trésorerie simplifié. Le modèle fait apparaître un besoin de financement significatif en 2026-2029 (capex du programme national), avant un redressement en 2030 — un signal que le tirage de dette supplémentaire, non encore explicitement modélisé poste par poste, mériterait d'être affiné (émission obligataire, ligne bancaire dédiée, etc.).

5. Tableau de flux de trésorerie prévisionnel

Montants en MAD	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Flux net généré par l'activité	152 180 358	1 068 735 850	1 418 402 574	1 906 210 178	2 351 364 824	2 779 970 586
Flux net lié aux investissements	(2 220 513 729)	(2 502 388 883)	(2 669 214 809)	(1 674 741 634)	(1 537 040 656)	(1 515 082 932)
Variation de trésorerie	(286 731 201)	(1 433 653 033)	(1 250 812 235)	231 468 543	814 324 168	1 264 887 654

6. DCF — Free Cash Flow to Firm

en MAD	2026	2027	2028	2029	2030
FCFF	(1 291 878 275)	(1 110 901 220)	364 446 433	938 020 617	1 388 584 103

Le FCFF est négatif en 2026-2027 (le capex du programme national dépasse le cash généré par l'activité), puis devient franchement positif à partir de 2028 une fois le réseau national achevé.

Construction du WACC

Composante	Valeur
Taux sans risque (Rf) — obligations d'État marocaines 10 ans	3,40%
Bêta sectoriel non relevé (santé / établissements hospitaliers)	0,55
Prime de risque marché Maroc (ERP)	6,50%
Bêta relevé (Hamada, structure de capital en valeur de marché)	0,63
Coût des capitaux propres (CAPM)	7,48%
Coût de la dette avant impôt	4,76%
Coût de la dette après impôt	3,33%
Poids capitaux propres (valeur de marché)	83,1%
Poids dette nette (valeur de marché)	16,9%
WACC	6,78%

7. Valorisation

Valeur terminale (Gordon Growth, après prolongation explicite 2031-2033)

Composante	Valeur
Taux de croissance perpétuelle (g)	2,50%
Valeur terminale (non actualisée)	45,70 MMDH
Valeur terminale actualisée	27,03 MMDH

Pont valeur d'entreprise → valeur par action

Composante	Valeur
Somme des FCFF actualisés (2026-2033)	2,63 MMDH
+ Valeur terminale actualisée	27,03 MMDH
= VALEUR D'ENTREPRISE (EV)	29,66 MMDH
– Dette nette 2025	(3,37) MMDH
– Intérêts minoritaires 2025	(0,07) MMDH
= VALEUR DES CAPITAUX PROPRES	26,22 MMDH
Nombre d'actions	14 159 207
VALEUR PAR ACTION (DCF)	1 852 MAD
Cours de bourse actuel (Casablanca, AKT)	1 170 MAD
Upside / (Downside) implicite	+58,3%

Réconciliation de la dette nette et double base de valorisation

Composante	Valeur
Dette financière nette — définition modèle	3 371 MDH
(+) Écart de périmètre vs endettement net publié	897 MDH
(=) Endettement net consolidé publié — fin 2025	4 268 MDH

L'écart s'explique par un périmètre publié plus large : dettes de loyers IFRS 16 et autres dettes financières non classées en « dettes de financement » au bilan social consolidé, et non-déduction des titres et valeurs de placement (601 MDH) que le modèle traite en quasi-liquidités. La trésorerie passif (750 MDH) est en revanche intégrée dans les deux définitions.

	Base A — dette nette (modèle)	Base B — endettement net publié
Dette nette retenue	3 371 MDH	4 268 MDH

	Base A — dette nette (modèle)	Base B — endettement net publié
Valeur des capitaux propres	26,22 MMDH	25,32 MMDH
Valeur par action (MAD)	1 852 MAD	1 788 MAD
Upside / (Downside) implicite	+58,3%	+52,8%

Les deux bases partagent la même valeur d'entreprise (le WACC est calibré sur la définition modèle). La Base A est retenue dans le pont principal ci-dessus ; la Base B mesure la sensibilité de la valeur par action à la définition plus large communiquée par la société.

Sensibilité — valeur par action (MAD) selon WACC et croissance terminale (g)

WACC \ g	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
5,78%	1 998	2 279	2 646	3 144	3 860
6,28%	1 709	1 924	2 195	2 550	3 032
6,78%	1 475	1 644	1 852	2 115	2 458
7,28%	1 283	1 418	1 581	1 782	2 037
7,78%	1 122	1 232	1 363	1 521	1 715

La cellule en surbrillance correspond au scénario central retenu (WACC ≈ 6,8%, g = 2,5%).

8. Limites et points à surveiller

- Le tirage de dette supplémentaire nécessaire pour financer le capex 2026-2029 n'est pas encore explicitement structuré (échancier, taux, sûretés) — la dette de financement du bilan est une variable d'ajustement, pas un plan de financement détaillé.
- La quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence 2025 n'était pas communiquée séparément dans les documents sources et a été supposée nulle.
- La prime de risque marché Maroc (6,5%) est une estimation raisonnée, non extraite directement d'une base de données de référence (type Damodaran) — à confirmer avec une source dédiée si une précision supplémentaire est nécessaire.
- La prolongation explicite 2031-2033 repose sur une hypothèse de décélération de la croissance (12% → 8% → 5%) qui, si elle s'avère trop optimiste ou trop prudente, a un effet de levier important sur la valeur terminale (voir table de sensibilité).
- La réconciliation avec l'endettement net publié (4,27 MMDH) repose sur une explication qualitative de l'écart (897 MDH) plutôt que sur une décomposition ligne à ligne publiée par la société — la Base B est fournie par transparence méthodologique, mais n'est pas le scénario central retenu.
- Ce document ne constitue pas une recommandation d'investissement : il documente un exercice de modélisation et ses hypothèses, à confronter à d'autres sources (notes d'analystes, guidance du management, actualité du titre) avant toute décision.

Sources : rapports financiers annuels consolidés Akdital S.A. (2023-2025, Bourse de Casablanca / akdital.ma) ; communiqués de presse et conférences de résultats du groupe (T4 2025 / mars 2026) ; notes sell-side citées dans le modèle (BKGR, CFG Bank, Beltone Research) ; Loi de Finances 2023 (convergence IS) — Code Général des Impôts marocain.