

# RESEARCH REPORT

MACROECONOMY

DÉCEMBRE  
2019

## Maroc : Projet de Loi de Finances 2020 Un texte empreint de réalisme

- 03 | Un bilan économique mitigé
- 05 | ...qui appelle à une loi de finances engagée
- 06 | Des hypothèses cohérentes
- 07 | Un budget réaliste...
- 08 | ... et des dispositions fiscales qui aménagent priorités et nouveautés



Attijari  
Global Research

CROISSANCE PIB		DÉFICIT BUDGÉTAIRE		DÉPENSES GLOBALES		INVESTISSEMENT PUBLIC	
	+100 BPS		-		+7,5%		+1,5%
PLF 2020	<b>3,7%</b>	PLF 2020	<b>-3,5%</b>	PLF 2020	<b>307 MMDH</b>	PLF 2020	<b>198 MMDH</b>
2019A	<b>2,7%</b>	2019A	<b>-3,5%</b>	LF 2019	<b>285 MMDH</b>	LF 2019	<b>195 MMDH</b>

## EXECUTIVE SUMMARY

En matière de performance économique, le Maroc peut faire mieux. Le pays est certes mieux loti que ses paires en matière d'équilibre budgétaire et de bilan extérieur. Néanmoins, la croissance constitue un point d'amélioration. La préparation de la Loi de Finances présente ainsi une occasion pour implémenter une politique budgétaire qui prône une croissance plus soutenue.

La note d'orientation du PLF 2020 a précisé les contours de cet exercice fiscal:

- La croissance devrait être soutenue par l'investissement public. Celui-ci accordera la priorité aux investissements performants conformément aux nouvelles directives de la Loi Organique des Finances. Pour le soutien du secteur privé, le PLF 2020 œuvre pour l'instauration d'un climat de confiance entre l'Administration et les contribuables.
- Aussi le maintien du déficit budgétaire à un niveau acceptable demeure-t-il au centre des priorités. En effet, cette copie 2020 présente une structure budgétaire solide basée sur des hypothèses réalistes. De surcroît, le PLF présente des nouveautés en matière de financement qui libèrent une marge de manœuvre budgétaire.

Globalement, le Maroc demeure une destination attractive pour les investisseurs. En atteste la réussite de la levée Eurobond de 1 MM€, sursouscrite de près de 5,3x, avec une prime de risque relativement faible de 139,7 BPS.

Bonne lecture.

### Abdelaziz LAHLOU

Directeur Économie  
+212 529 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma

### Asmaa LAMICH

Analyste Financier  
+212 529 03 68 19  
a.lamich@attijari.ma

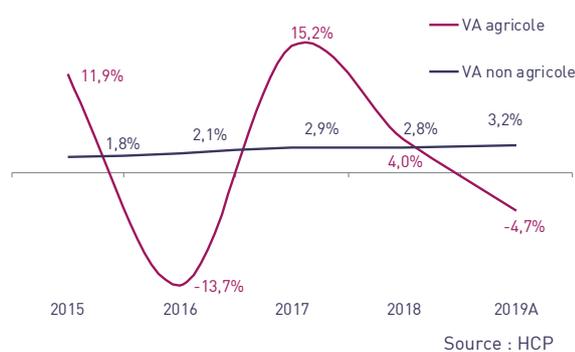
## UN BILAN ÉCONOMIQUE MITIGÉ

Avant d'entamer l'analyse des principaux éléments qui caractérisent le PLF 2020, il nous semble opportun de dresser un bilan global de l'économie marocaine au titre de l'année 2019.

### Une croissance économique en décélération

L'activité économique affiche une conjoncture mitigée. En effet, selon les estimations du HCP, la croissance du PIB devrait ralentir à 2,7% en 2019A, contre un TCAM de 3,2% sur la période 2015-2018. Ce niveau est également inférieur aux prévisions de la LF 2019 selon laquelle, la croissance annuelle devait s'établir à 3,2%. Deux principaux facteurs sont à l'origine de ce décalage :

#### VALEUR AJOUTÉE AGRICOLE VS. NON AGRICOLE



#### PIB GLOBAL (%)



### 1- Agriculture: la pluviométrie fait défaut

Avec une campagne céréalière de 52 MQ, contre 70 MQ établie par la LF 2019, la VA agricole est en repli de -4,7% contre une prévision initiale de -1,5%. Celle-ci cache tout de même les bonnes performances réalisées par les filières agrumes (+15%), les olives (+22%) et l'élevage (+2%) qui démontrent une résilience à l'égard de la pluviométrie.

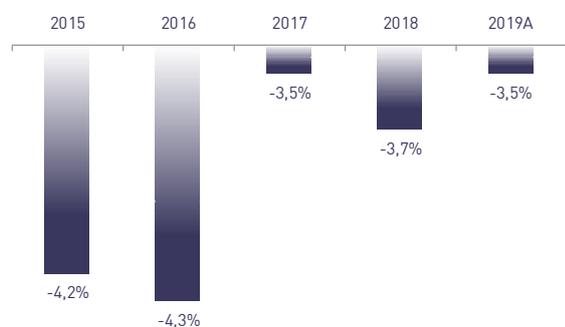
### 2- Activités non agricoles: on avance à petits pas

D'une part, le secteur secondaire devrait accélérer sa croissance à 3,5% au lieu de 3,0% enregistrée en 2018, attribuable à l'industrie chimique et para-chimique\* dont la VA devrait atteindre 5,7%. D'autre part, le secteur tertiaire afficherait une hausse de 3,0% contre 2,7% en 2018, porté notamment par les services marchands qui évoluent de 3,4%. Globalement, la VA non agricole devrait s'accélérer à 3,2% contre 2,8% l'année précédente.

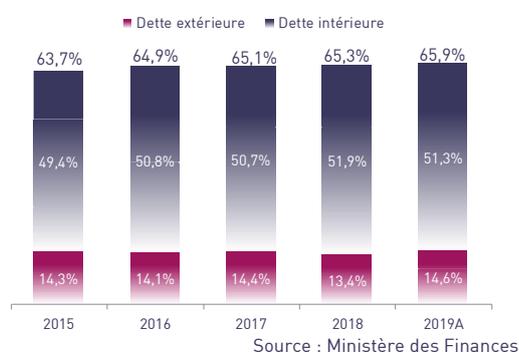
### Un léger creusement du déficit budgétaire

Prévu initialement à -3,7% du PIB, le déficit budgétaire est attendu à près de -3,5% du PIB selon le ministère des Finances. Ce niveau a pu être stabilisé en ayant recours aux recettes de privatisation et ce, en dépit de l'impact budgétaire du dialogue social à travers notamment les revalorisations salariales de l'appareil sécuritaire ainsi que du recul des recettes IS lié à une croissance économique insuffisante. Hors privatisation, le déficit budgétaire aurait pu être -4,5% du PIB.

#### DÉFICIT BUDGÉTAIRE (EN % DU PIB)



#### ENDETTEMENT NET DU TRÉSOR (EN % DU PIB)



L'endettement du Trésor devrait se stabiliser à 65,3% du PIB en 2019A. En effet, le contexte actuel ne présente pas d'effets dilutifs pour l'endettement. Ces derniers pourraient représenter un niveau de croissance soutenu (n'est actuellement que de 2,7%) et/ou une inflation forte (de 0,4% seulement en 2019).

\*Liée au démarrage de la centrale thermique de Safi qui pourrait satisfaire 25% de la Demande électrique du Maroc

## Nouvelle résorption du déficit du compte courant

### 1- Un commerce extérieur moins contraignant pour la croissance

D'après les dernières statistiques de l'Office des Changes, l'évolution des exportations devrait surperformer celle des importations en 2019. Ainsi à fin octobre, les exportations ont progressé de +4,2% contre +2,4% pour les importations. Cette situation, favorisée par l'amélioration de la Demande étrangère adressée au Maroc en 2019, devrait atténuer la contribution négative de la composante Importations/Exportations à la croissance du PIB de -1,3 pts en 2018 à -0,4 pt en 2019A.

#### CONTRIBUTION DE LA DEMANDE EXTÉRIEURE À LA CROISSANCE



#### DÉFICIT DU COMPTE COURANT (EN % DU PIB)



Source : Office des Changes et prévisions BAM

### 2- Des Réserves Internationales portées par les dons CCG et l'emprunt Eurobond

Selon Bank Al-Maghrib, le déficit du compte courant devrait se situer à 5,3% en 2019 après avoir atteint 5,5% en 2018. Cette prévision tient compte d'une baisse de la facture énergétique ainsi que d'une entrée de 2 MMDH de dons des pays du CCG. Pour ce qui est des investissements directs, ceux-ci devraient afficher un montant de recettes équivalent à près de 3,5% du PIB. Pour leur part, les réserves internationales nettes devraient se renforcer, après émission de l'Eurobond, à 239 MMDH à fin 2019, soit près de 5 mois d'importations.

## ... QUI APPELLE À UNE LOI DE FINANCES ENGAGÉE

Le PLF 2020 intervient dans un contexte particulier. Le Maroc n'échappe pas à la tendance mondiale et vit un ralentissement de la croissance. Il est question que cette dernière contribue au développement de l'ensemble des couches sociales.



### Priorité à l'éducation, à la santé et à la sécurité

Les 3 Ministères (éducation Nationale, Santé & Intérieur) et l'Administration de la Défense Nationale confondus représentent près de 56% du budget global 2020. Leur évolution 2019/2020 est peu comparable si l'on tient compte des nouvelles dispositions de la Loi Organique des Finances (LOF). Celle-ci prévoit en 2020 l'intégration des cotisations retraite (CNOPS & CMR) dans les dépenses du personnel et qui sont de l'ordre de 18,4 MMDH pour l'ensemble des ministères. Parmi les 23.112 postes budgétaires à pourvoir dans le cadre de cet exercice 2020, le Ministère de l'Intérieur s'accapare 5.564 créations, soit une part de 24%. Alors que 1069 postes sont alloués à l'Education nationale hors 15.000 contrats AREF\*. Pour ce qui est de la santé, on prévoit une création de 4000 postes budgétaires.



### Consolidation de la confiance

Avant tout, l'État veille à l'instauration d'un climat de confiance entre l'Administration et le Contribuable. Pour cela, il ouvre les canaux de dialogue entre les deux parties pour éviter les abus et augmenter la transparence. Cela est mis en place à travers la possibilité de consultations fiscales préalables documentées, l'inclusion des professionnels de la comptabilité dans le cadre d'une relation tripartite, ou encore des débats contradictoires entre le contribuable redressé et le contrôleur. Parallèlement, plusieurs amnisties fiscales sont proposées dans le cadre de ce PLF 2020.



### L'investissement public et le financement bancaire au soutien de la croissance

Pour soutenir la croissance, l'État relève son budget d'investissement public. Afin d'y aboutir et de préserver son équilibre budgétaire, il compte notamment s'appuyer sur le développement des partenariats publics privés (PPP). Ensuite, le législateur tente de nouvelles mesures d'appui aux TPE-PME réputées représenter le 'ventre-mou' de l'économie marocaine. Ainsi, il préconise la création d'un fonds de 6 MMDH sur 3 ans, la mise en place d'une série d'incitations fiscales à l'investissement, sans compter des mesures de sauvegarde contre la concurrence des importations, ou encore les mesures attendues du secteur bancaire pour dynamiser leur financement.



### Mesure de la performance des investissements

Pour rappel, le PLF 2020 constitue le premier exercice d'application de la Loi Organique des Finances (LOF). Cela se traduit par une certification par la Cour des Comptes et surtout un suivi de la performance des investissements à travers un audit de leur impact sur les plans économique et social.



### Maintien des équilibres

Le PLF 2020 fait face à une série d'engagements notamment l'impact du dialogue social (+6 MMDH), les ressources financières allouées aux Régions (+1,1 MMDH pour un total de 9,6 MMDH) et la poursuite du remboursement des arriérés de la TVA (Encours de 10 MMDH) qui auraient pu porter le déficit budgétaire à 4,8%. Face à cela, on a recours à une réduction des dépenses de l'Administration et des économies en matière de caisse de compensation (-3,8 MMDH à 14,6 MMDH). D'autres actions sont prévues à savoir : des Partenariats Public-Public, une gestion active des domaines de l'État et des Établissements publics (Lease-back 5 CHU & Titrisation du port de Safi pour un montant agrégé de 8 à 9 MMDH). L'ensemble de ces éléments permettrait de stabiliser le déficit budgétaire à 3,5% du PIB.



### Conformité aux normes internationales

Dans le but de s'aligner aux normes internationales, notamment aux standards de l'OCDE et aux règles de conduite de l'UE, le Maroc prévoit de relever le taux d'IS appliqué aux sociétés exportatrices de 17,5% à 20%. En contrepartie, les sociétés industrielles profiteraient, pour leur chiffre d'affaires local inférieur à 100 MDH, d'une part marginale taxée à 28% au lieu de 31%. Dans la même lignée, le taux appliqué aux sociétés ayant un statut CFC pour leur chiffre d'affaires à l'export serait aligné à celui adressé au marché local, soit un taux de 15%.

\*AREF : Académie Régionale d'Éducation et de Formation

Source : Ministère des Finances

## DES HYPOTHÈSES COHÉRENTES

La revue des principales hypothèses de construction du budget 2020 reflète des écarts minimes par rapport aux consensus des prévisions. Dans ce qui suit, nous présentons les bases des indicateurs affichés ainsi que certaines mesures de sensibilité.

### COURS MOYEN DU BRENT EN 2020E (EN \$/BBL)



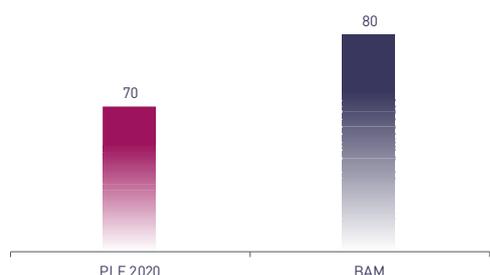
La prévision PLF est légèrement pessimiste par rapport au consensus. Pour rappel, une hausse de 10 \$/bbl entraîne une progression de 0,6% des prix à la consommation. (Source : Ministère des Finances)

### PARITÉ EUR/USD EN 2020E



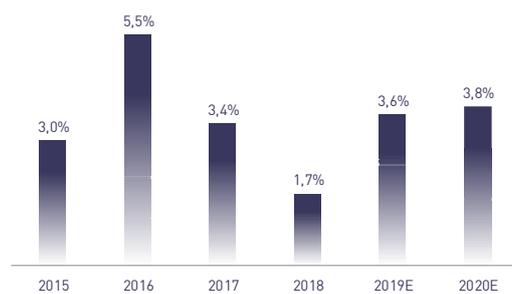
Une hausse de la parité EUR/USD (hausse de l'EUR face à l'USD) se traduirait par une dépréciation du MAD face à l'EUR et par conséquent, mène à une légère hausse des prix à la consommation des ménages en raison de la prépondérance des importations en EUR.

### CAMPAGNE AGRICOLE 2019E/2020E (EN MQX)



Après une campagne décevante de 52 MQ en 2018/2019, le PLF prévoit un retour à la normale, avec une campagne normative de 70 MQ. Alors que BAM est légèrement plus optimiste avec un niveau de 80 MQ.

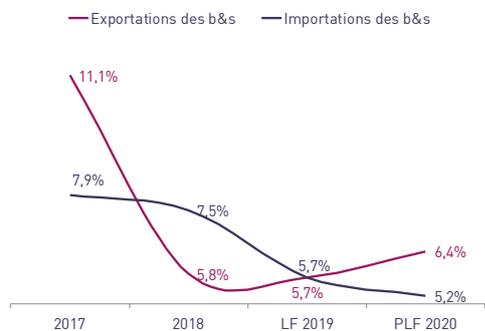
### ÉVOLUTION DE LA DEMANDE ÉTRANGÈRE ADRESSÉE



Source : Ministère des Finances

La progression de la Demande émanerait essentiellement des pays hors UE (+4,8%) en 2020, notamment des importations du Brésil en phosphate.

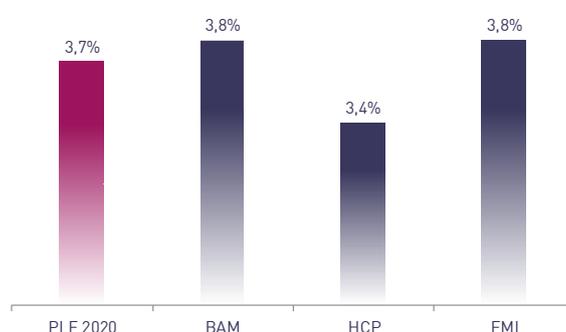
### ÉVOLUTION DES IMPORTATIONS & EXPORTATIONS



Source : Ministère des Finances

La progression des exportations serait portée par les secteurs traditionnels, notamment l'automobile, l'aéronautique et l'électronique puis les phosphates. En revanche, la hausse des importations est notamment liée à l'évolution de l'investissement public qui alimente l'import de biens d'équipement.

### PRÉVISIONS DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

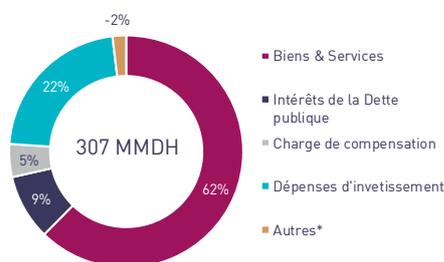


La VA agricole progresserait de 4,1% alors que la VA non agricole évoluerait de +3,6%, portée aussi bien par les filières industrielles que des services.

## UN BUDGET RÉALISTE...

Le budget 2020E est emprunt de réalisme. Celui-ci tient compte de la réalité de la conjoncture économique, et réduit autant que possible les probables écarts budgétaires notamment à travers un dispositif de couverture de la variation des prix du pétrole.

### DÉPENSES GLOBALES



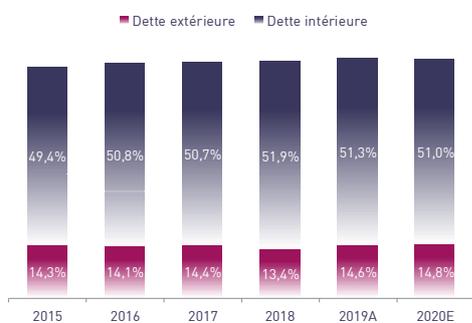
Les dépenses globales augmentent de 7,5%, un niveau supérieur à la moyenne 2015-2019 établie à 2,4%. Cette accélération pourrait être expliquée notamment par les effets du dialogue social et le coût de la régionalisation.

### INVESTISSEMENTS DU TRÉSOR (EN MMDH)



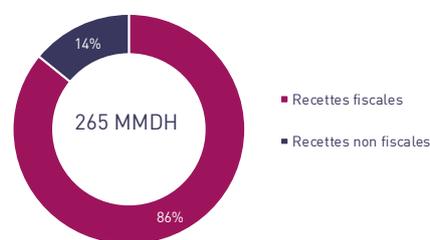
Le Trésor prend à sa charge l'évolution du budget d'investissement avec une progression de 4,8 MMDH, contre une hausse de près de 3,0 MMDH pour l'ensemble de l'investissement public.

### ENDETTEMENT NET DU TRÉSOR (EN % DU PIB)



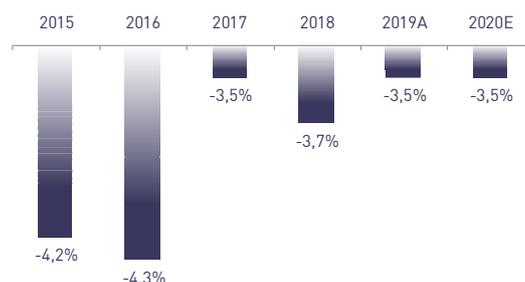
La stabilisation du déficit budgétaire devrait freiner l'évolution de l'Endettement du Trésor à un niveau de 65,9% avec une pondération favorable proche de 3/4 de Dette locale et 1/4 de Dette étrangère.

### RECETTES ORDINAIRES



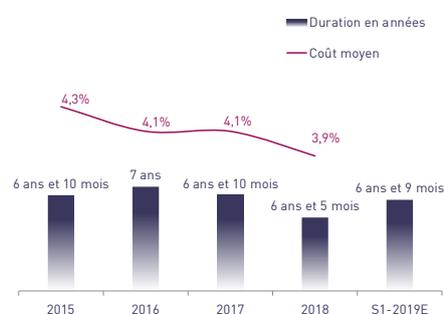
À l'opposé, les recettes ordinaires augmentent de 7,1% en 2020, au dessus de la moyenne 2015-2019 établie à 4,0%. Cette accélération est expliquée par les nouveaux mécanismes de financement dont la contribution est estimée à 12 MMDH aux recettes non fiscales.

### ÉVOLUTION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE



En dépit des impératifs 2020 notamment le dialogue social, la régionalisation et la dissipation des dons, le déficit budgétaire devrait reculer de nouveau à un niveau comparable à 2019 de -3,5% du PIB, représentant 42,3 MMDH.

### INDICATEURS DE COÛT ET DE RISQUE DE LA DETTE DU TRÉSOR



Au fil des années, l'encours de la Dette a enregistré une amélioration qualitative. Sa durée s'est stabilisée en dessous de 7 ans et son coût a progressivement reculé à 3,9%. Une situation qui procure une meilleure visibilité et réduit le risque de renouvellement de la Dette.

\* Solde des comptes spéciaux

Source: Ministère des Finances

## ... ET DES DISPOSITIONS FISCALES\* QUI AMÉNAGENT PRIORITÉS ET NOUVEAUTÉS



### Amnistie fiscale : pour un nouveau départ

L'amnistie fiscale est une action corrective de défaillances économiques voire de l'administration fiscale. C'est une mesure conjoncturelle de par sa durée limitée, son étendue restreinte à une catégorie de contribuables et sa nature. Celle-ci consiste en l'abandon des pénalités et des sanctions pécuniaires, liées à des infractions fiscales douanières ou de change, adossées à une exemption des poursuites judiciaires.

#### AVANTAGES D'UNE AMNISTIE



- Rapatriement des capitaux et intégration au circuit formel
- Incitation à la consommation et/ou à l'investissement
- Détermination du champs de contrôle des contribuables

#### LIMITES D'UNE AMNISTIE



- Sentiment d'impunité né chez les contribuables assidus
- Possible considération d'un renouvellement de l'amnistie
- Risque de faible taux de participation

Nature de l'infraction	Amnistie	Acquittement
Irrégularité dans la déclaration fiscale	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dispense du contrôle fiscal et annulation des sanctions pour les exercices 2016, 2017 et 2018</li> <li>- Sont également dispensés du contrôle fiscal les contribuables qui demandent un avis à l'administration ou à leur organisme professionnel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Déclaration rectificative avant le 01/10/2020</li> <li>- Note explicative d'un expert comptable pour CA &gt; 20 MDH et d'un comptable agréé si CA &lt; 20 MDH</li> <li>- Acquittement des droits complémentaires en 2 versements égaux avant le 30/09/2020 et le 31/12/2020</li> </ul>
Revenus fonciers non déclarés	Dispense de l'IR sur les revenus fonciers 2018 et annulation des majorations	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Déclaration avant le 01/07/2020</li> <li>- Paiement d'une contribution de 10% des revenus fonciers 2018</li> </ul>
Liquidités détenus irrégulièrement avec un domicile fiscal au Maroc	Dispense de l'IR et des amendes, pénalités et majorations	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Déclaration pour la période du 01/01/2020 au 30/06/2020</li> <li>- Contribution de 5%</li> <li>- Dépôt des liquidités auprès d'une banque</li> </ul>
Avoirs et liquidités détenus à l'étranger	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Préservation de l'anonymat.</li> <li>- Dispense du paiement de l'IR ou de l'IS et des sanctions et pénalités pour les avoirs et liquidités détenus à l'étranger avant le 30/09/2019</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dépôt d'une déclaration auprès d'une banque entre le 01/01/2020 et le 31/10/2020</li> <li>- Rapatriement de liquidités en devises</li> <li>- Cession de 25% sur le marché des changes et dépôt de 75% sur un compte convertible</li> <li>- Paiement d'une contribution de : <ul style="list-style-type: none"> <li>⇒ 10% de la valeur d'acquisition des biens immeubles ou des actifs financiers;</li> <li>⇒ 5% du montant des devises déposées en compte convertible;</li> <li>⇒ et 2% des liquidités en devises cédées sur le marché des changes contre MAD</li> </ul> </li> </ul>

\* Ces dispositions sont à leur version initiale (telles que présentées dans le PLF 2020)

Source : Ministère des Finances

## ... DES DISPOSITIONS FISCALES QUI AMÉNAGENT PRIORITÉS ET NOUVEAUTÉS



### Réajustement des taux IS : conformité et dissuasion

Champs d'application	Ajustement	Commentaire
Toute société dont le bénéfice se situe entre 300 KDH et 1.000 KDH	Relèvement du taux de 17,5% à 20%	Alignement des règles fiscales marocaines aux standards de l'OCDE
Industries affichant un résultat avant impôt < 100 MDH	Rabaissement du taux du barème de 31% à 28%	Soutien aux sociétés industrielles exportatrices face aux concurrents internationaux bénéficiant d'incitations fiscales
Sociétés déficitaires	Rabaissement du taux de la cotisation minimale de 0,75% à 0,5%. Celui-ci sera ramené à 0,75% pour les entreprises déficitaires avant amortissement si la situation du déficit dure plus de 2 ans consécutifs	-
Sociétés ayant statut CFC	Relèvement du taux de 8,75% à 15% sur le CA à l'export après extinction de la période d'exonération de 5 ans	- Plus de distinction entre le CA local et le CA à l'export - Alignement des règles fiscales marocaines aux standards de l'OCDE
Sociétés sportives	Exonération pendant 5 ans puis application d'un barème à taux plafonné de 20%	Spécification du cadre fiscal après la mise en place du cadre juridique des sociétés sportives
Sociétés installées en zone d'accélération industrielle (ex-zones franches d'exportation)	Exonération pendant 5 ans puis application d'un taux uniforme de 15%	- Plus de distinction entre le CA local et le CA à l'export - Alignement des règles fiscales marocaines aux standards de l'OCDE
Sociétés exportatrices	- Suppression de l'exonération de 5 ans pour les exportateurs qui réalisent leur première opération après le 01/01/2020 - Application de 10% pour un bénéfice ≤ 300 KDH - Application de 20% pour un bénéfice > 300 KDH	-



### Autres dispositions fiscales

Champs d'application	Ajustement	Commentaire
Producteurs de boissons non alcoolisées	Augmentation progressive de 50% de la TIC en fonction de la teneur en sucre	- Mutandis et Oulmès dans la production des jus et boissons aromatisées - SBM dans la production de boissons non alcoolisées
Producteurs de boissons alcoolisées	Assimilation de la TVA spécifique avec la TIC	- SBM dans la production de boissons alcoolisées
Primes d'assurance retraite antérieures à 2015	Application de la limite de 50% du salaire net imposable aux contrats conclus antérieurement à 2015	-
Laboratoires pharmaceutiques	Exonération de la TVA à l'intérieur et à l'importation	- SOTHEMA est un principal fournisseur de vaccin au Maroc
Producteurs de l'huile de palme	Application d'un taux TVA de 20% à l'instar des graisses végétales	- Lesieur est un producteur d'huile de palme

Source : Ministère des Finances

## ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

### DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou  
+212 5 29 03 68 37  
ab.lahlou@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ASSOCIATE

Lamyae Oudghiri  
+212 5 29 03 68 18  
l.oudghiri@attijari.ma  
Casablanca

### ASSOCIATE

Mahat Zerhouni  
+212 5 29 03 68 16  
m.zerhouni@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ANALYST

Ines Khouaja  
+216 31 34 13 10  
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn  
Tunis

### FINANCIAL ANALYST

Josiane Ouakam  
+237 233 43 14 46  
j.ouakam@attijarisecurities.com  
Douala

### DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi  
+212 5 29 03 68 23  
t.jaidi@attijari.ma  
Casablanca

### SENIOR ASSOCIATE

Maria Iraqui  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma  
Casablanca

### FINANCIAL ANALYST

Asmaa Lamich  
+212 5 29 03 68 19  
a.lamich@attijari.ma  
Casablanca

### FINANCIAL ANALYST

Jean-Jacques Birba  
+225 20 21 98 26  
jean-jacques.birba@sib.ci  
Abidjan

## Actions

### BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui  
+212 5 29 03 68 27  
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria  
+212 5 29 03 68 48  
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares  
+212 5 29 03 68 34  
a.hares@attijari.ma

Kaoutar Sbiyaa  
+212 5 29 03 68 21  
k.sbiyaa@attijari.ma

Alae Yahya  
+212 5 29 03 68 15  
a.yahya@attijari.ma

### BOURSE EN LIGNE - MAROC

Nawfal Drari  
+212 5 22 49 59 57  
n.drari@wafabourse.com

Sofia Mohcine  
+212 5 22 49 59 52  
s.mohcine@wafabourse.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi  
+225 07 80 68 68  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 10 89 00  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### CEMAC - CAMEROUN

Naoufal Bensalah  
+237 2 33 43 14 46  
n.bensalah@attijarisecurities.com

## Taux / Change / Matières Premières

### MAROC

Mehdi Mabkhout  
+212 5 22 42 87 22  
m.mabkhout@attijariwafa.com

Mohammed Hassoun Filali  
+212 5 22 42 87 24  
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajli  
+212 5 22 42 87 09  
a.elhajli@attijariwafa.com

Btissam Dakkouni  
+212 5 22 42 87 74  
b.dakkouni@attijariwafa.com

Dalal Tahoune  
+212 5 22 42 87 07  
d.tahoune@attijariwafa.com

### ÉGYPTE

Mahmoud Bahaa  
+202 27 97 04 80  
mahmoud.bahaa@barclays.com

### TUNISIE

Abdelkader Trad  
+216 71 80 29 22  
trad.abdelkader@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian  
+971 0 43 77 03 00  
sbahaderian@attijari-me.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim  
+225 20 20 01 55  
abid.halim@sib.ci

### CEMAC - GABON

Youssef Hansali  
+241 01 77 72 42  
youssef.hansali@ugb-banque.com

## AVERTISSEMENT

#### RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

#### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

#### SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

#### CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

#### INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

#### RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

#### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

#### PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

#### AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

