

RESEARCH REPORT

STRATEGY

AVRIL
2020



CRISE SANITAIRE COVID-19: DES LUEURS D'ESPOIR AU BOUT DU TUNNEL



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

Aujourd'hui, deux interrogations majeures tourmentent la communauté financière au Maroc. D'une part, la crise sanitaire actuelle risque-t-elle de se prolonger ? D'autre part, quelles seraient ses répercussions macro et micro-économiques ?

L'enjeu est considérable dans la mesure où les investisseurs institutionnels seraient prédisposés à réajuster leurs stratégies d'allocation d'actifs et ce, en fonction du niveau de visibilité par rapport à ces deux questions. Afin de mieux cerner le sujet, notre réflexion s'articule autour des trois volets suivants :

- Volet sanitaire : sommes-nous au bout du tunnel ?
- Volet macro-économique : existe-il un « consensus » relatif au niveau de décélération de la croissance économique au Maroc en 2020E ?
- Volet micro-économique : quelle visibilité à date d'aujourd'hui sur les grandes tendances des secteurs cotés ?

Sur la base des premiers éléments de réponse, il s'avère intéressant par la suite de s'interroger sur l'attitude à adopter dans le contexte actuel. Après une correction de plus de -25% du marché boursier en 2020, serait-il intéressant de se projeter post-crise ? Ainsi, dans le cas où l'investisseur souhaiterait prendre davantage de risque, quelle serait l'approche la plus appropriée ?

Au terme de notre réflexion, nous ressortons avec quatre convictions majeures :

- En l'absence d'un vaccin ou d'un traitement efficace contre le Covid-19 sur un horizon CT, le principal objectif des gouvernements demeure l'aplatissement de leur courbe d'infection. Ce n'est qu'à partir de ce moment-là que nous pourrions entrevoir un éventuel plan de « déconfinement ». Pour le cas du Maroc, il nous semble difficile d'envisager un retour à la normale de l'activité économique sans que l'Europe n'émette des signaux positifs en la matière. Considérés comme des partenaires économiques importants, la configuration des courbes d'infection de la France et de l'Espagne serait en avance par rapport à celle du Maroc de deux à trois semaines ;
- Dans un contexte où le Monde s'oriente vers des périodes de confinement plus longues que prévu et tenant compte des plans de relance très évolutifs des gouvernements, tout scénario de croissance économique pourrait paraître arbitraire actuellement. Toutefois, il est important de souligner que l'élan de solidarité remarquable observé au Maroc conjugué à la marge de manœuvre budgétaire importante dont dispose l'exécutif permettraient selon nous d'absorber partiellement les turbulences économiques attendues. En l'absence de visibilité quant à l'évolution de la situation sanitaire, plusieurs institutions nationales et internationales ont tout de même publié leurs anticipations de croissance du PIB pour 2020. Sans grande surprise, celles-ci ressortent disparates, variant au sein d'une fourchette assez large de [-3,7% à 2,3%].
- Sur la base des données disponibles à date d'aujourd'hui ainsi que nos différents échanges avec le Management des sociétés cotées, nous pouvons identifier pour un certain nombre de secteurs une trajectoire de leur croissance durant et post-crise sanitaire. Pour d'autres, à l'image du secteur financier, l'exercice serait très subjectif. Pour cause, le manque de visibilité sur l'ensemble du dispositif économique, monétaire et réglementaire qui sera mis en place par l'exécutif et Bank Al-Maghrib en faveur du secteur financier. Rappelons que ce dernier joue un

Taha JAIDI

Directeur Stratégie
+212 529 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma

Lamyae OUDGHIRI

Senior Associate
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma

Maria IRAQI

Senior Associate
+212 529 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma

- Le caractère inédit de la crise sanitaire actuelle devrait certainement avoir des répercussions majeures à la fois sur les priorités des gouvernements et sur le business modèle de plusieurs secteurs d'activité. Par conséquent, il nous semble plus intéressant pour les investisseurs de se projeter post-crise afin de miser sur les secteurs qui en sortiraient gagnants. Notre propre lecture stratégique des événements qui se sont succédés jusqu'à présent, fait ressortir quatre thématiques :

- (1) Les **télécommunications** bénéficieront d'une nouvelle dynamique de croissance et ce, pour deux raisons. **D'une part**, la forte augmentation de la Data Mobile de plus de 50% durant la période de confinement, favoriserait le changement des habitudes de consommation au Maroc. Concrètement, la consommation moyenne par utilisateur devrait franchir un nouveau palier et le taux de pénétration de la Data devrait accélérer sa progression. **D'autre part**, les acteurs privés et publics évolueront vers des modèles qui reposent davantage sur la digitalisation ce qui boosterait le développement des segments Internet haut et très haut débit. Dans cette perspective, il est réconfortant de constater que l'effort d'investissement déjà déployé par le secteur lui permet aujourd'hui d'accompagner cette hausse importante du trafic sans pour autant accuser une dégradation visible de la qualité de ses services ;
- (2) Les activités **agroalimentaires** devraient gagner en importance stratégique au terme de cette crise sanitaire et ce, pour trois raisons. **Premièrement**, cette activité n'accuse aucune perturbation de sa chaîne de valeur grâce à la bonne tenue de ses composantes Offre et Demande. **Deuxièmement**, ce secteur est un grand pourvoyeur d'emplois qui pourrait jouer un rôle actif durant cette crise. **Troisièmement**, de nouvelles opportunités à l'export émergeront dans un contexte où la question de la sécurité alimentaire semble prendre le dessus au sein des grandes économies. À cet effet, nous nous intéressons particulièrement à Cosumar et à Lesieur Cristal qui s'inscrivent déjà dans une logique de développement international portée par un tour de table équilibré entre des actionnaires métier de référence mondiale et des institutionnels locaux crédibles ;
- (3) La **distribution moderne** est devant une opportunité unique pour augmenter considérablement son taux de pénétration au sein de l'économie. Ce taux s'élèverait à peine à 17% contre 38% en moyenne pour les pays comparables. Ce secteur a atteint des niveaux records en termes de fréquentation favorisant ainsi le changement des habitudes de consommation des ménages. Parallèlement, nous relevons l'implémentation de la digitalisation à travers le lancement des services de commande en ligne et de livraison à domicile. Un nouveau créneau qui sera à terme créateur de valeur pour cette activité ;
- (4) Les **métaux précieux** devraient se démarquer durant cette crise sanitaire et ce, pour trois raisons. **Premièrement**, l'activation massive de la planche à billets suite aux politiques monétaires ultra accommodantes des grandes banques centrales risque de déprécier la valeur de la monnaie au profit de l'Or en tant que valeur refuge. À titre d'exemple, la Fed a procédé à des réductions successives de son taux directeur pour le ramener à près de zéro actuellement et vient par la même occasion d'annoncer un programme d'assouplissement quantitatif historique d'environ 700 MM\$. **Deuxièmement**, la montée des inquiétudes quant à la solvabilité des États au terme de cette crise se reflète via l'élargissement des spread de taux. **Troisièmement**, une pression sur l'Offre minière en métaux précieux en raison de la fermeture des mines polymétalliques non rentables. Dans ce sens, SMI constitue un véhicule de placement intéressant. Cette valeur offrirait à la fois une marge de rattrapage importante du cours de l'Argent et une couverture par rapport à une éventuelle dépréciation du dirham dans la mesure où son CA est libellé en dollar à hauteur de 100%.

MATRICE AGR : GRANDES TENDANCES SECTORIELLES INDUITES PAR LA CRISE SANITAIRE

| PONDÉRATION PORTEFEUILLE | Impact confinement | Effet rattrapage post-confinement | Atterrissage 2020E | Profil croissance post-crise |
|---|--|---|--|---|
| TÉLÉCOMS | | | | |
| IAM  | Hausse Data et Voix Mobile de +30% Forte baisse du Roaming Baisse abonnements / résiliations | Poursuite de la hausse de l'usage et de la pénétration Data Mobile Reprise de l'activité Fixe-Internet | Plus forte croissance du CA depuis 2008, à environ 5% | Révision à la hausse du profil de croissance des segments Data & Fixe |
| AUTOMOBILE | | | | |
| AUTO HALL  | Baisse des ventes de véhicules de -80 à -90% Renchérissment des importations suite à la dépréciation du dirham | Reprise moins rapide des ventes de véhicules sur plusieurs mois | Forte baisse des ventes du secteur de 170K à moins de 100K unités Impact plus ou moins homogène sur tous les opérateurs | Retour à la normale des ventes courant 2021 La reprise dépendra du rythme de redémarrage des usines en Europe |
| CIMENTS | | | | |
| CIMAR  | Baisse des ventes ciment de -60 à -70% | Reprise assez rapide de la consommation à travers une croissance à deux chiffres par rapport à 2019 | Baisse de la consommation nationale de -20% Impact plus ou moins homogène sur tous les Groupes | Evolution positive de la consommation en ligne avec le profil de croissance du PIB, soit entre 2 et 3% |
| LFH MAROC  | | | | |
| ÉNERGIE | | | | |
| TOTAL M  | Baisse des ventes G&E de -80% Résilience des ventes GPL à +5% | Reprise progressive de la consommation (par palier) durant plusieurs trimestres | Baisse des volumes de vente du secteur de -25% | Retour à une croissance normative de 3% pour le secteur et de 6% pour Total Maroc |
| ÉLECTRICITÉ | | | | |
| TAQA M  | Impact non significatif sur la production Décorrélation entre le CA de TAQA et la consommation d'électricité au Maroc | Stabilisation du taux de disponibilité et des revenus | Préservation d'une capacité bénéficiaire supérieure à 1,0 MMDH | Croissance normative des bénéfices ±5% sur le MT |
| MINES MANAGEM | | | | |
| CMT  | Éventuelle baisse du rythme d'activité de -10 à -15% | Stabilisation des métaux de base à des niveaux bas | MNG : Retour à l'équilibre CMT : Baisse de -32% du RN | Retour à la croissance lié au démarrage des nouveaux projets miniers |
| SMI  | Baisse des métaux de base Hausse des métaux précieux | Tendance de fond haussière des métaux précieux | SMI : Hausse de 30% du RN | |
| DISTRIBUTION | | | | |
| LABEL VIE  | Baisse de la consommation compensée par un effet stockage pré-confinement Décalage du planning des investissements | Retour assez rapide de la consommation à son niveau normatif | Hausse moins élevée que prévu des revenus autour des 5% liée au décalage des ouvertures de magasins | Révision à la hausse du profil de croissance du CA Hausse du CA de 10% liée à un double effet <i>taux de pénétration</i> /réseau |
| AGROBUSINESS | | | | |
| COSUMAR  | Forte résilience de la composante Offre/Demande | Léger réajustement de la Demande après une phase de stockage important pré-confinement | Une baisse maîtrisée des résultats | Révision à la hausse de la croissance en raison de l'accélération des projets d'investissement à l'international |
| LESIEUR  | Chaîne logistique intacte | | Bonne résilience de la campagne sucrière et maintien de l'export | |

 SOUS-PONDÉRER  NEUTRE  SUR-PONDÉRER

Source : Calculs & Estimations AGR

SOMMAIRE

PARTIE I: UN CONFINEMENT PLUS LONG QUE PRÉVU, ... DES LUEURS D'ESPOIR SE DESSINENT

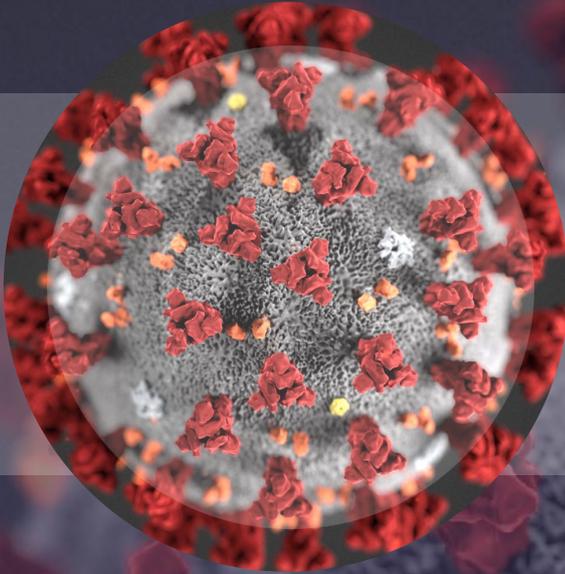
- A. Confinement : Le Monde s'oriente vers des durées plus longues que prévu
- B. Traitements alternatifs : Les scientifiques demeurent divisés
- C. Vaccin : Une solution viable prévue pour le T2-2021

PARTIE II: UN CHOC ÉCONOMIQUE PARTIELLEMENT LIMITÉ PAR DES MOYENS CONSÉQUENTS

- A. À l'international, des mesures exceptionnelles pour une situation exceptionnelle
- B. Le Maroc s'inscrit dans une logique proactive en adoptant des mesures courageuses
- C. Un élan de solidarité appréciable et un effort budgétaire considérable en vue
- D. Un choc exogène non négligeable qui devrait être partiellement absorbé
- E. Des prévisions de croissance disparates..., mais une résilience prouvée

PARTIE III: LES GRANDES TENDANCES SECTORIELLES INDUITES PAR LA CRISE SANITAIRE

- A. **Télécoms** : Une forte hausse de la Data, anticipant une nouvelle dynamique
- B. **Agroalimentaire** : « Post-crise », un secteur censé prendre une nouvelle ampleur
- C. **Grande Distribution** : Une opportunité unique pour rehausser le taux de pénétration
- D. **Énergie électrique** : Un secteur résilient, adossé à un risque « souverain »
- E. **Mines** : SMI, un opérateur à contre tendance du secteur minier coté
- F. **Ciment** : Un redémarrage tributaire de l'auto-construction et de l'infrastructure
- G. **Automobile** : Un secteur qui aura du mal à redémarrer rapidement « Post-crise »
- H. **Distribution énergétique** : Le retour à la normale devrait s'opérer par palier



PARTIE 1

UN CONFINEMENT PLUS LONG
QUE PRÉVU, ... DES LUEURS
D'ESPOIR SE DESSINENT



CONFINEMENT : LE MONDE S'ORIENTE VERS DES DURÉES PLUS
LONGUES QUE PRÉVU



TRAITEMENTS ALTERNATIFS: LES SCIENTIFIQUES DEMEURENT DIVISÉS



VACCIN : UNE SOLUTION VIABLE PRÉVUE POUR LE T2-2021

UN CONFINEMENT PLUS LONG QUE PRÉVU, ... DES LUEURS D'ESPOIR SE DESSINENT

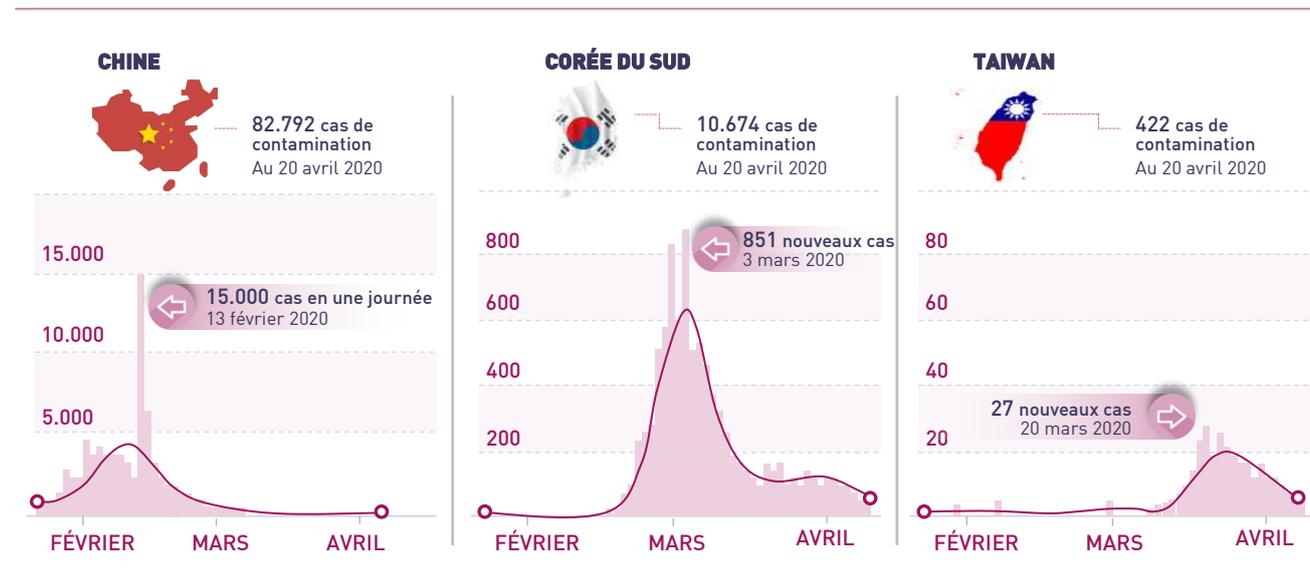
Dans cette partie, nous nous basons uniquement sur des constats, des avis d'experts médicaux et des chiffres officiels. En effet, face à cette pandémie planétaire du Covid-19, les spécialistes avancent trois scénarii de sortie de crise :

- Attendre les effets du confinement qui pourrait être prolongé si la situation sanitaire l'exige. Dans le contexte actuel, comment se positionne le Maroc par rapport à ses principaux partenaires économiques ?
- La validation d'un traitement efficace permettant de réduire considérablement le nombre de contaminés de par le Monde. Dans ces conditions, existe-il actuellement un consensus au sein du corps médical ?
- Le développement d'un vaccin spécifique qui pourrait être déployé à grande échelle. Dans cette perspective, sur quels horizons raisonnables peut-on espérer des résultats ?

Confinement : Le Monde s'oriente vers des durées plus longues que prévu

En l'absence d'un vaccin immédiat, le confinement demeure l'approche la plus efficace pour maîtriser la propagation du Covid-19. Avec une politique stricte de confinement, incluant l'arrêt d'une partie de l'activité économique et l'interdiction des déplacements non indispensables, la Chine, la Corée du Sud et le Taiwan ont obtenu de bons résultats. À titre d'exemple, la Chine a atteint son pic le 13 février 2020 avec 15.000 nouveaux contaminés en une journée avant de revenir à des chiffres relativement faibles actuellement. Ces constats ont encouragé la majorité des pays touchés à adopter une approche similaire.

EXEMPLES DE PAYS AYANT PU APLATIR LA COURBE DE L'ÉPIDÉMIE



Il est important de souligner que l'objectif prioritaire des gouvernements est l'aplatissement de la courbe des infections. En d'autres termes, une courbe aplatie émet deux signaux positifs. **Premièrement**, le nombre de contaminés sera étalé dans le temps ce qui permettrait un allègement des pressions sur le système sanitaire du pays et par conséquent, une meilleure prise en charge des patients. **Deuxièmement**, le pays pourra envisager à ce moment-là un éventuel plan de « déconfinement » permettant un redémarrage progressif de son activité économique.

Pour le cas du Maroc, il nous semble intéressant de le comparer aux pays européens. D'une part, ces pays sont, avant tout des partenaires économiques importants. Par conséquent, nous ne pouvons pas envisager un retour à la normale de l'activité économique au Maroc sans que l'Europe n'émette des signaux positifs dans ce sens. D'autre part, l'Italie, l'Espagne et la France suivent plus ou moins la même courbe avec 8 à 10 jours de retard. Dans ce sens, la configuration de leur courbe serait en avance par rapport à celle du Maroc de quelques semaines.

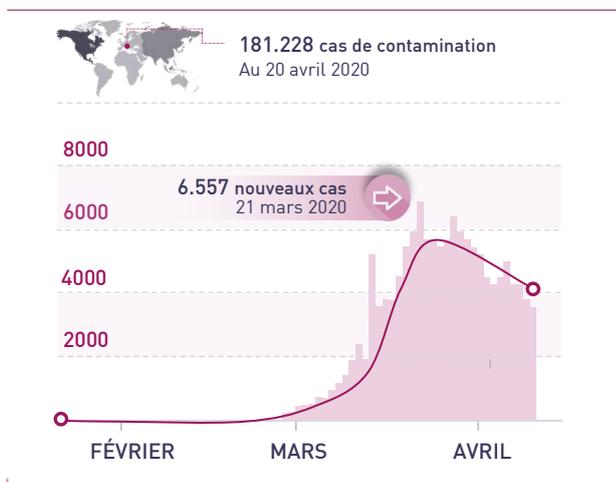
*Courbe reflétant la moyenne hebdomadaire

Sources : Le Monde, OMS

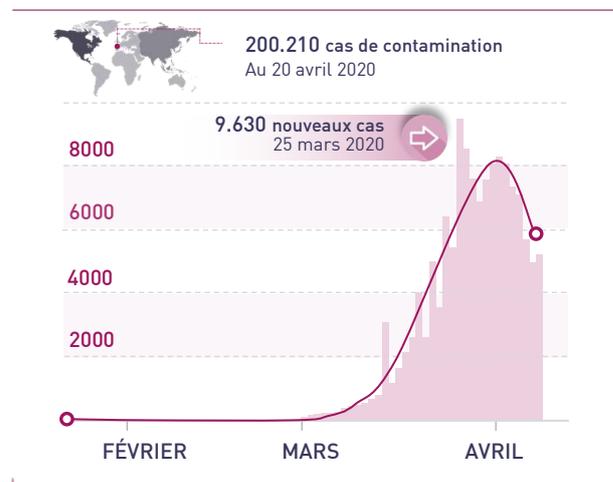
Au terme de cette analyse comparative, nous pensons qu'il est encore prématuré de prévoir une date crédible de sortie définitive du confinement. Ce constat est valable autant pour les pays européens que pour le Maroc :

- L'allure des courbes des pays européens retenus affiche un net fléchissement et ce, après plusieurs semaines de fortes hausses. Toutefois, les gouvernements seraient davantage dans une optique de prolongement de la durée du confinement et ce, dans l'attente d'une confirmation de l'aplatissement de la courbe. L'exécutif en France a récemment opté pour un prolongement de la période du confinement jusqu'au 11 mai 2020 en précisant que le déconfinement ne pourrait être possible que si la propagation du virus continue de ralentir ;
- Actuellement, les gouvernements n'évoquent pas un « déconfinement » au sens strict du terme, mais plutôt un « processus de déconfinement ». Ce dernier devrait s'opérer progressivement en fonction des spécificités de chaque pays ;
- Le fléchissement des courbes des pays européens constitue un signal positif pour le Maroc dans la mesure où celui-ci affiche un retard de deux à trois semaines. Dans ce sens, le Royaume adopte une approche prudente en prolongeant la durée du confinement d'1 mois, soit au 20 mai 2020.

ITALIE : VISUALISATION DE LA COURBE DE L'ÉPIDÉMIE



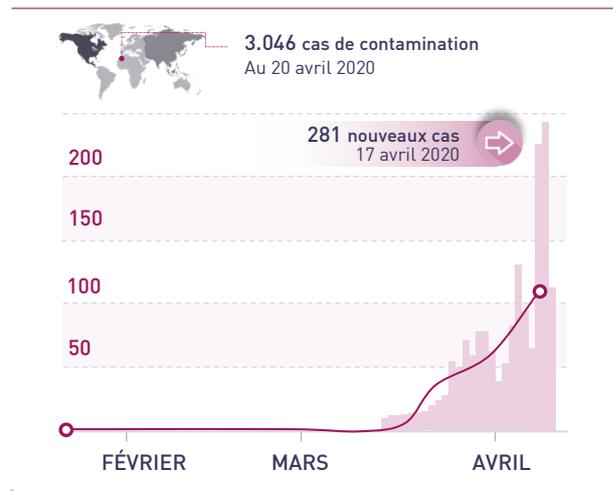
ESPAGNE : VISUALISATION DE LA COURBE DE L'ÉPIDÉMIE



FRANCE : VISUALISATION DE LA COURBE DE L'ÉPIDÉMIE



MAROC : VISUALISATION DE LA COURBE DE L'ÉPIDÉMIE



*Courbe reflétant la moyenne hebdomadaire

Sources : Le Monde, OMS, Ministère de la Santé du Maroc

Traitements alternatifs : Les scientifiques demeurent divisés

À date d'aujourd'hui, nous énumérons plusieurs pistes de traitement face au Covid-19. Toutefois, nous relevons l'absence d'un consensus clair à l'échelle internationale quant à l'efficacité d'un traitement en particulier.

🦠 La **Chloroquine** et son dérivé l'**Hydroxy-Chloroquine** sont commercialisés sous plusieurs noms selon les pays et les laboratoires. Cette molécule aux propriétés antivirales a l'avantage d'être déjà disponible et à un prix abordable. Face à ce médicament, les scientifiques sont divisés. Certains préconisent l'utilisation de la Chloroquine durant la phase la plus grave de la maladie, à savoir l'infection respiratoire. D'autres proposent de la prescrire assez tôt une fois les premiers symptômes apparus. Les essais en cours de réalisation permettraient à terme de valider la meilleure approche.

Le Maroc est le premier pays au Monde à généraliser l'utilisation de la Chloroquine pour l'ensemble des malades touchés par le Covid-19 et ce, dès lors qu'ils sont testés positifs. Une circulaire du Ministère de la Santé du 23 mars a annoncé « l'introduction de la Chloroquine et de l'Hydroxy-Chloroquine dans la prise en charge thérapeutique des cas confirmés de Covid-19 ». Selon le Ministère de la Santé, « la Chloroquine est un traitement utilisé depuis plusieurs décennies. Le corps médical le connaît bien, notamment ses interactions et ses effets indésirables ». Afin de pouvoir traiter l'ensemble des patients, l'État marocain aurait acheté l'intégralité du stock de ce médicament à la filiale du laboratoire Sanofi qui est basée au Maroc.

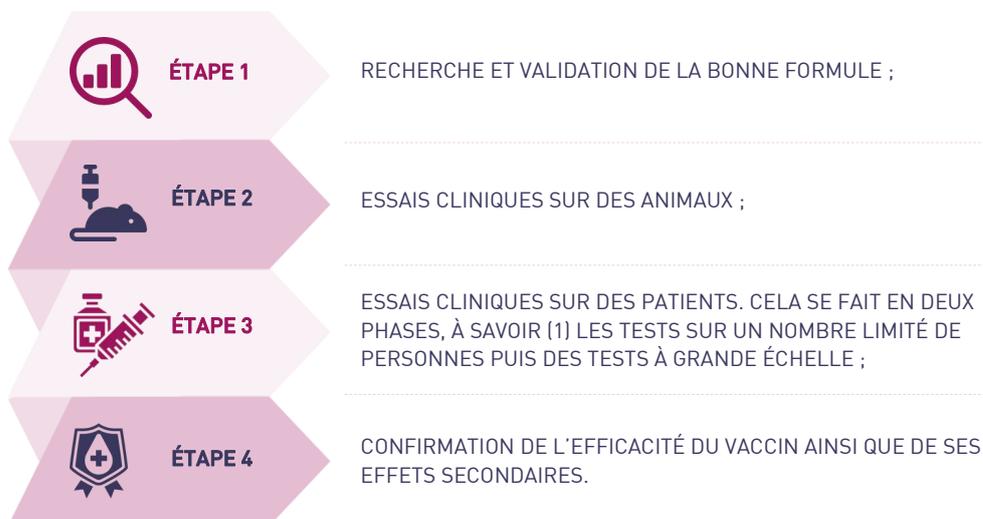
D'autres pays ont opté pour ce traitement. Après plusieurs semaines de polémique en France, un décret fixe désormais les règles de l'utilisation de la Chloroquine. Aux États-Unis, le régulateur (FDA) a autorisé le 29 mars, l'utilisation de ce médicament pour traiter le Covid-19 mais uniquement à l'hôpital.

🦠 Plusieurs traitements potentiels utilisés pour lutter contre **Ebola** et le **VIH** sont déjà mis en place pour faire face au Covi-19. Les premiers résultats sont attendus au cours des 2 semaines à venir. Par ailleurs, le vaccin **BCG** est une nouvelle piste qui vient de voir le jour. Initialement utilisé contre la tuberculose, ce vaccin pourrait atténuer les symptômes sévères du virus. Les scientifiques ont constaté que la gravité de la maladie est moindre dans les pays ayant une couverture vaccinale importante en BCG. À l'opposé, les formes sérieuses sont plus fréquentes dans les pays ne disposant pas d'une politique vaccinale à l'image de l'Italie et des États-Unis. Si le BCG n'empêche pas une infection, il pourrait apporter néanmoins un soutien au système immunitaire pour limiter le risque de développement d'une forme grave de maladie.

Vaccin : Une solution viable prévue pour le T2-2021

Aujourd'hui, nous recensons une vingtaine de projets en développement ou en phase de test qui mobilisent une centaine de chercheurs dans le Monde. Ces derniers sont unanimes sur le fait qu'aucun vaccin ne pourrait être disponible à grande échelle avant une année. Cet horizon relativement long s'expliquerait par la procédure de développement d'un vaccin fiable. À date d'aujourd'hui, les États-Unis promettent une solution dès le début de l'année prochaine tandis que la France prévoit des résultats tangibles durant l'automne 2021.

PROCESSUS DE DÉVELOPPEMENT D'UN VACCIN À GRANDE ÉCHELLE



Sources : OMS, Avis d'experts médicaux



PARTIE 2

UN CHOC ÉCONOMIQUE PARTIELLEMENT LIMITÉ PAR DES MOYENS CONSÉQUENTS



À L'INTERNATIONAL, DES MESURES EXCEPTIONNELLES POUR UNE SITUATION EXCEPTIONNELLE ...



LE MAROC S'INSCRIT DANS UNE LOGIQUE PROACTIVE EN ADOPTANT DES MESURES COURAGEUSES ...



UN ÉLAN DE SOLIDARITÉ APPRÉCIABLE ET UN EFFORT BUDGÉTAIRE CONSIDÉRABLE EN VUE



UN CHOC EXOGÈNE NON NÉGLIGEABLE QUI DEVRAIT ÊTRE PARTIELLEMENT ABSORBÉ



DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DISPARATES..., MAIS UNE RÉSILIENCE PROUVÉE

À L'INTERNATIONAL, DES MESURES EXCEPTIONNELLES POUR UNE SITUATION EXCEPTIONNELLE

Le choix d'une approche de confinement strict par la majorité des pays touchés par la pandémie du Covid-19 a ralenti de manière significative l'activité économique à l'échelle internationale. Aujourd'hui, les économistes évoquent les risques d'une récession mondiale. Afin d'y faire face, les gouvernements et les grandes banques centrales ont adopté des politiques budgétaires et monétaires inédites.

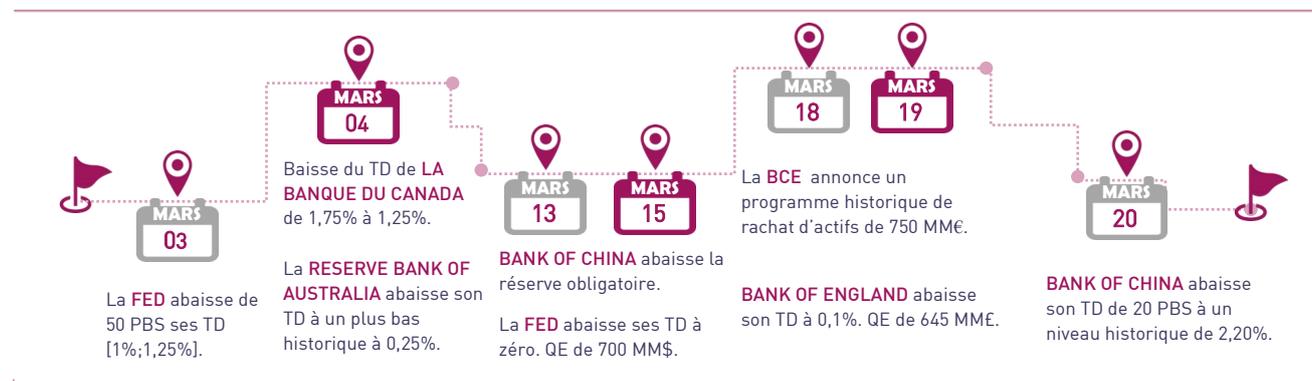
La liquidité, au centre des préoccupations des grandes banques centrales

Avec les corrections agressives des marchés boursiers dès le début du mois de mars conjuguées aux premiers signes de tensions sur la liquidité, plusieurs banques centrales sont entrées en ordre de bataille. Celles-ci ont mis en place un arsenal de mesures monétaires inédit. L'objectif étant de rétablir la confiance sur les marchés financiers, de diminuer les pressions sur la liquidité et de garantir un refinancement adéquat aux entreprises et aux États fortement affectés par la crise sanitaire. Deux exemples majeurs se distinguent :

FED : En mars dernier, la Fed abaisse ses taux directeurs à deux reprises en les ramenant à près de zéro et ce, en dehors de son comité monétaire habituel. Aussi, l'institution annonce-t-elle un large programme d'assouplissement quantitatif de 700 MM\$ (bons de Trésor et titres hypothécaires). Enfin, en coordination avec les six plus grandes banques centrales, la Fed a ouvert les vannes de la planche à billets de façon à assurer la liquidité en dollars pour l'économie mondiale ;

BCE : Avec des taux directeurs déjà à des niveaux planchers, la BCE a mis en place des mesures monétaires historiques. L'institution a approuvé un plan colossal de rachat d'actifs principalement en obligations d'État pour 750 MM€. L'objectif étant d'apporter une garantie solide à la solvabilité des pays membres à l'image de l'Italie et de l'Espagne.

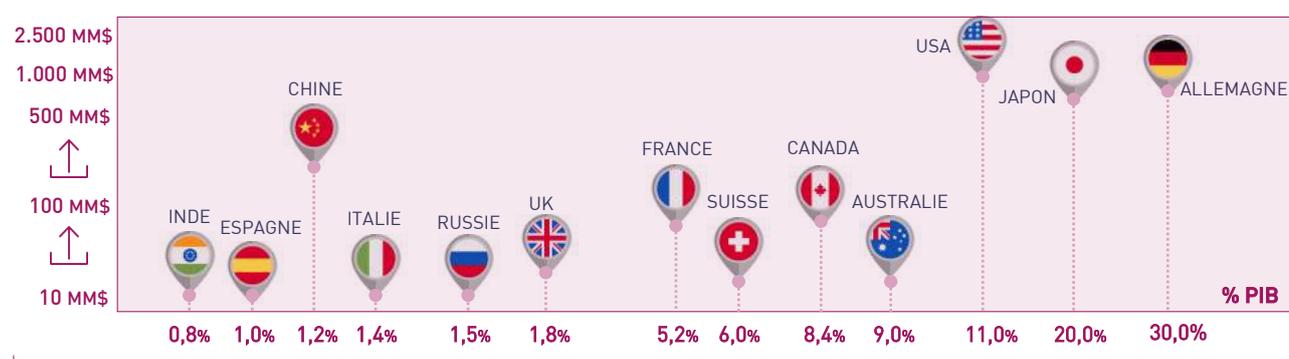
PRINCIPALES ACTIONS MONÉTAIRES DES GRANDES BANQUES CENTRALES DEPUIS MARS 2020



Des plans de relance gigantesques se sont succédés pour soutenir l'économie...

Il faudrait souligner que les gouvernements n'ont pas immédiatement saisi la portée économique de la crise sanitaire. Ainsi, au fur et à mesure de la propagation de la pandémie en Europe et aux États-Unis, qui sont devenus les nouveaux épicentres du Covid-19, les gouvernements ont commencé à annoncer des mesures de relance économique d'envergure. Celles-ci consistent en des allègements fiscaux, des garanties bancaires, des indemnités ainsi que des aides sociales (*helicopter money*) attribuées directement aux ménages afin de soutenir la consommation. En absolu, le plan de relance le plus important, jamais adopté dans l'histoire est celui des États-Unis avec plus de 2.000 MM\$, soit 11% du PIB. En relatif, l'effort le plus important fut consenti par l'Allemagne avec une enveloppe de 1.200 MM\$, soit 30% du PIB.

PRINCIPAUX PLANS DE RELANCE ANNONCÉS PAR LES GOUVERNEMENTS À L'INTERNATIONAL DEPUIS MARS 2020



Sources : FMI, Banque Mondiale, Calculs AGR

LE MAROC S'INSCRIT DANS UNE LOGIQUE PROACTIVE EN ADOPTANT DES MESURES COURAGEUSES

Le Maroc a rapidement pris les devants dès l'apparition des premiers cas de contamination du virus sur le territoire. Au niveau sanitaire, l'état d'urgence a été décrété le 20 mars avec un confinement strict de la population et la fermeture totale des frontières à l'égard du reste du Monde. Par la suite, plusieurs annonces de Bank Al-Maghrib et de l'exécutif se sont succédées afin de renforcer la résilience de l'économie marocaine face à cette crise sanitaire inédite.

Une batterie de mesures monétaires permettant d'assurer le financement de l'économie ...

Consciente de l'incidence significative de la crise sanitaire sur les différents secteurs d'activité, Bank Al-Maghrib a adopté une série de mesures monétaires et réglementaires inédites. Celle-ci a pour principal objectif le soutien des ménages et des entreprises en leur facilitant l'accès au financement bancaire à moindre coût. À cet égard, l'autorité monétaire a mis en place un cadre prudentiel pour le secteur bancaire plus souple en matière de liquidité, de provisionnement des créances et d'exigences en fonds propres. Les mesures de ce cadre général seront détaillées progressivement lors des semaines à venir.

Avec une inflation maîtrisable autour de 1,0%, la Banque Centrale du Maroc nous semble confortable pour assouplir davantage sa politique monétaire. En plus de l'abaissement du taux directeur de 25 PBS à 2,0% le 25 mars dernier, Bank Al-Maghrib a mis en place un dispositif monétaire inédit permettant de **tripler la capacité de refinancement des banques**. Le schéma ci-dessous détaille cette mesure importante en 4 points :

BAM : PRINCIPALES DÉCISIONS MONÉTAIRES VISANT À RELEVER LA CAPACITÉ DE REFINANCEMENT DES BANQUES

L'allongement de la durée de refinancement des banques auprès de Bank Al-Maghrib à travers le rehaussement des pensions livrées à 1 mois et à 3 mois.



Recours par les banques à l'ensemble des instruments de refinancement en dirham (avances à 7 jours ou 24H, pensions livrées et prêts garantis à plus long terme,...) et en devise (swap de change).

Le renforcement des prêts aux TPME, en y intégrant les crédits de fonctionnement et en augmentant la fréquence de leur refinancement.

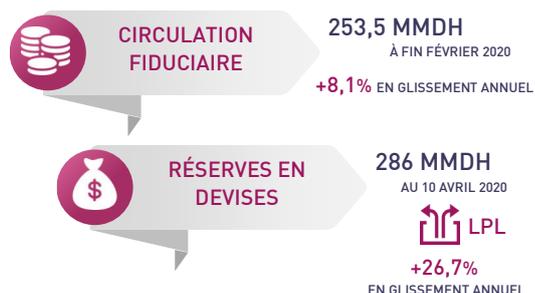
Élargissement des actifs négociables éligibles en tant que garantie aux opérations de politique monétaire (BDT, TCN, FPCT, Eurobonds, ...)¹

... et de limiter partiellement les chocs exogènes sur les réserves en devises

À travers ce dispositif monétaire, Bank Al-Maghrib devrait continuer à combler les besoins grandissants des banques. Pour rappel, le déficit de liquidité bancaire a cru de 13,4% passant de 71,6 MMDH à fin décembre 2019 à 81,2 MMDH en mars 2020. Ce dernier devrait être impacté négativement par la hausse de la circulation fiduciaire mais aussi par le repli attendu des réserves de change en lien avec la crise sanitaire planétaire. Pour y faire face, Bank Al-Maghrib a activé deux leviers stratégiques permettant de soutenir les avoirs en devises :

- (1) L'utilisation de la Ligne de Précaution et de Liquidité de 3,0 MM\$ mise à disposition par le FMI afin de rehausser les niveaux des avoirs en devises du Maroc. Celle-ci est considérée comme une sorte de garantie face à un impact significatif sur la balance des paiements du Royaume. Au 10 avril, les RIN s'établissent ainsi à plus de 280 MMDH ;
- (2) L'élargissement de la bande de fluctuation du dirham de $\pm 5,0\%$ tenant compte d'un panier de devises constitué de 60% € et 40% \$. Cette décision devrait amortir les chocs externes sur les réserves en devises du Maroc.

IMPACT : FACTEURS AUTONOMES DE LA LIQUIDITÉ BANCAIRE



DÉFICIT DE LIQUIDITÉ VS. INTERVENTIONS DE BAM* (MMDH)



*Moyenne des avances à 7 jours, soutien aux TPME et swap de change

1 - Bons de Trésor, Titres de Créances Négociables principalement en Bons de Sociétés de Financement et en Certificats de Dépôt, Obligations privées et publiques, titres de créances garantis par l'Etat, Fonds de Placements Collectifs en Titrisation.

Sources : DEPF, BAM, HCP, Calculs AGR

Une panoplie de mesures économiques permettant de soutenir la Demande locale...

Les mesures économiques mises en place par le gouvernement accordent une importance majeure aux PME/TPE ainsi qu'au secteur informel, deux composantes essentielles du tissu économique. À cet effet, le Comité de Veille Economique a annoncé plusieurs décisions dont l'objectif est double. D'une part, le soutien de la consommation à travers des aides sociales directes au profit des salariés affiliés à la CNSS et des chefs de ménages opérant dans le secteur informel. D'autre part, le rétablissement de la confiance des opérateurs économiques à travers l'assouplissement du cadre fiscal et réglementaire.

PRÉSENTATION DES PRINCIPALES MESURES ÉCONOMIQUES ANNONCÉES DEPUIS LE 17 MARS 2020

MESURES AUX MÉNAGES

Versement d'une indemnité forfaitaire nette de 2.000 DH/mois aux affiliés de la CNSS ;
Indemnité aux travailleurs du secteur informel dans le cadre du RAMED* et hors RAMED ;
Report des échéances des crédits bancaires (consommation et acquéreur) jusqu'à fin juin 2020.

MESURES FISCALES

Suspension des contrôles fiscaux et Avis à Tiers Détenteurs (ATD) jusqu'au 30 juin 2020 ;
Report systématique des échéances des obligations fiscales pour les entreprises dont le CA est inférieur à 20 MDH et des déclarations IR à fin juin 2020 ;
Déductibilité fiscale des dons octroyés dans le cadre du fonds du Covid-19 ;
Exonération de l'IR sur les indemnités versées dans la limite de 50% du salaire mensuel net moyen.



MESURES AUX ENTREPRISES

Suspension des indemnités CNSS versées par l'employeur pour la période mars-juin 2020 ;
Report des échéances de remboursement des crédits bancaires et le remboursement des échéances leasings jusqu'au 30 juin sans paiement de frais ni de pénalités.

MESURES RÉGLEMENTAIRES

Abolissement du seuil de la dette extérieure du Maroc fixé dans le cadre de la LF 2020 ;
Adaptabilité du cadre du travail durant la période de confinement strict relative à la pandémie du Covid-19.

... avec comme priorité les ménages à faibles revenus et les entreprises

La mise en place des aides directes aux ménages est l'une des mesures les plus efficaces adoptées par le gouvernement. Rappelons que la Consommation intérieure, principal pilier de la croissance, contribue à hauteur de 58% au PIB. Ce type de mesures permet d'atténuer considérablement les impacts économiques et sociaux du confinement strict adopté par le Royaume. Sur la base des dernières données relatives au nombre d'abonnés affiliés à la CNSS et des foyers éligibles au RAMED, le coût mensuel des aides directes s'élèverait à plus de 7,0 MMDH/mois.

Par ailleurs, le gel des activités des commerces et de certaines entreprises durant la période de confinement aboutirait à la fois à un pic ponctuel du chômage et à un décalage des décisions d'investissement de la part des entreprises.

AGRÉGATS DE LA DEMANDE INTÉRIEURE (POIDS EN % PIB)



Consommation finale des ménages et la FBCF (Comptes nationaux 2018)

NOMBRE AFFILIÉS À LA CNSS ET AU RAMED*

843.678¹
ABONNÉS



AIDES ABONNÉS CNSS

2.000 DH / MOIS

5,5 MN²
DE FOYERS



AIDES ABONNÉS RAMED

800 DH / MOIS
FOYER DE DEUX ENFANTS
1.000 DH / MOIS
FOYER DE TROIS ENFANTS
1.200 DH / MOIS
FOYER DE QUATRE ENFANTS

(1) Chiffres arrêtés le 6 avril 2020 (2) Chiffres arrêtés à fin septembre 2019

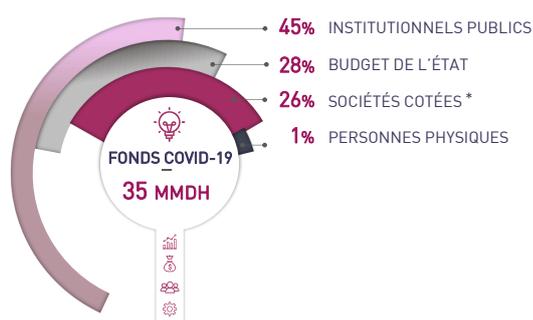
UN ÉLAN DE SOLIDARITÉ APPRÉCIABLE ET UN EFFORT BUDGÉTAIRE CONSIDÉRABLE EN VUE

La création le 15 mars 2020 d'un fonds spécial pour la gestion de la crise du Covid-19 au Maroc fut à notre sens l'une des plus importantes décisions stratégiques du Royaume. Rappelons que ce fonds est dédié au financement des besoins croissants du système sanitaire et au soutien du plan de relance économique adopté par l'exécutif.

Afin de soutenir le tissu économique affecté par la crise, le fonds spécial Covid-19 a été doté initialement d'une enveloppe budgétaire de 10 MMDH. Par la suite, plusieurs dons publics et privés se sont succédés portant le montant de ce fonds à plus de 35 MMDH actuellement. Il s'agit d'un effort financier considérable de plus 3,0% du PIB, positionnant le Maroc dans le Top 3 des pays d'Afrique et du Moyen Orient.

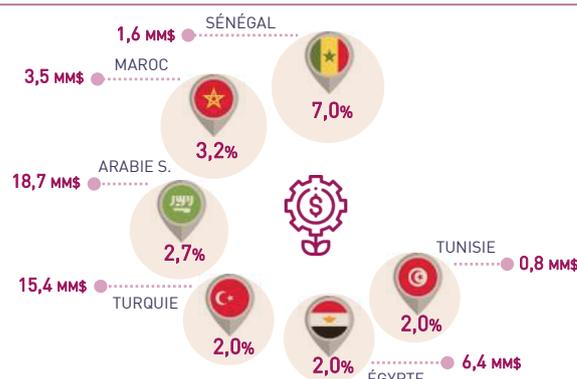
Théoriquement, le fonds Covid-19 correspondrait à près de 5 mois d'aides directes aux ménages. Un constat rassurant, dans un contexte où la durée du confinement strict pourrait être prolongée si la situation sanitaire l'exige.

FONDS COVID-19 : DÉCOMPTÉ AU 18 AVRIL 2020



*hors l'amende de IAM de 3,3 MMDH

COMPARATIFS PLANS DE RELANCE (%PIB)



Dans ces conditions et face à un éventuel rehaussement des besoins de financement du plan de relance économique, nous nous attendons à un creusement du déficit budgétaire. Ce dernier serait accentué par la baisse attendue des recettes fiscales (IS, IR, TIC et TVA) et l'accroissement continu des dépenses. Selon un consensus de prévisions*, le déficit budgétaire pourrait se détériorer jusqu'à 6,0% du PIB en 2020 contre 3,5% prévu initialement dans la LF 2020.

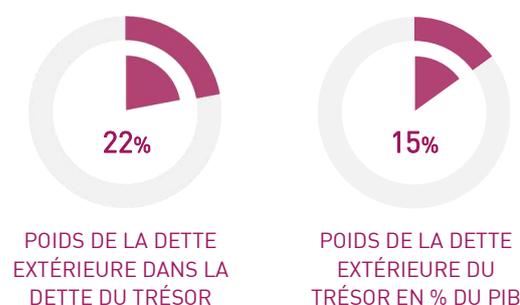
Face à ce scénario très plausible, il est pertinent de s'interroger sur les marges de manœuvre dont dispose le Trésor pour financer ses besoins croissants sans pour autant exercer des pressions importantes sur la liquidité domestique. À cet effet, nous relevons deux constats positifs :

- (1) La possibilité de recourir à des emprunts supplémentaires à l'international au-delà du plafond des financements extérieurs fixé par la LF 2020 à 31 MMDH. Un scénario soutenu par un faible taux d'endettement extérieur (15% du PIB et 22% de la dette du Trésor). Ces opérations devraient s'opérer dans un contexte favorable où les agences Fitch, Moody's et S&P ont maintenu courant avril 2020 la notation d' *Investment Grade* et la *perspective stable* de la dette souveraine du Royaume ;
- (2) Une prime de risque historiquement faible exigée par les investisseurs à l'égard de la dette souveraine du Maroc. Celle-ci s'établit à 370 PBS contre plus de 600 PBS pour les pays émergents.

ÉVOLUTION DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE (% PIB) VS. MMDH



TRÉSOR: AGRÉGATS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE EN 2019



* Prévisions Banque Mondiale, PNUD et UNECA

Sources : FMI, Sociétés cotées, DEPF, BAM, HCP, Calculs AGR

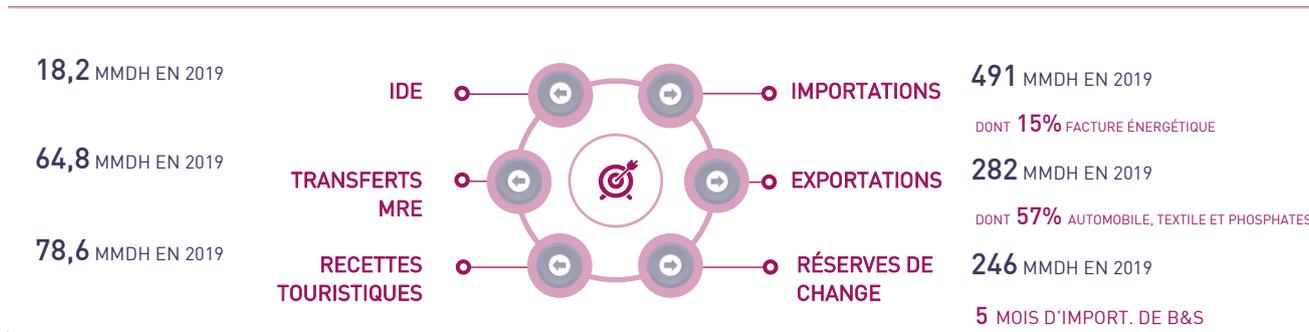
UN CHOC EXOGÈNE NON NÉGLIGEABLE QUI DEVRAIT ÊTRE PARTIELLEMENT ABSORBÉ

L'économie marocaine fait face à plusieurs chocs exogènes qui devraient impacter ses principaux agrégats de commerce extérieur. Ces derniers représentent environ 40% du PIB. À cet effet, le ralentissement visible de l'activité en Europe, épice de la pandémie du Covid-19, ne tarderait pas à affecter la Demande étrangère adressée au Maroc. Le vieux continent pèse 60% dans l'export et 70% dans le tourisme. Plus en détails, nous relevons :

- Le repli attendu des transferts MRE, des IDE et des recettes touristiques. Pour rappel, ces derniers ont totalisé des rentrées en devises de 161,5 MMDH en 2019, soit 60% des réserves de change totales du Maroc ;
- Le recul des exportations pénalisé par l'arrêt temporaire de certaines activités au Maroc, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et la baisse de la Demande étrangère. Nous citons, l'automobile, le textile et les phosphates. En 2019, ces secteurs représentaient 57,2% des exportations marocaines, soit 163,0 MMDH.

Néanmoins, le recul des importations pourrait limiter en partie ces contre-performances. Il s'agit essentiellement de la baisse de la consommation de biens d'équipement importés et du recul de la facture énergétique. Cette dernière devrait générer une économie d'environ 20 MMDH tenant compte d'un cours moyen du baril autour des 40 \$ en 2020 contre une hypothèse de 67 \$/bbl dans la LF 2020. À titre d'exemple, **cette économie devrait compenser 60% des pertes attendues au niveau des recettes touristiques estimées par la CNT¹ à plus de 34 MMDH en 2020.**

MAROC : PRINCIPAUX CANAUX DE TRANSMISSION DES CHOCS EXOGÈNES



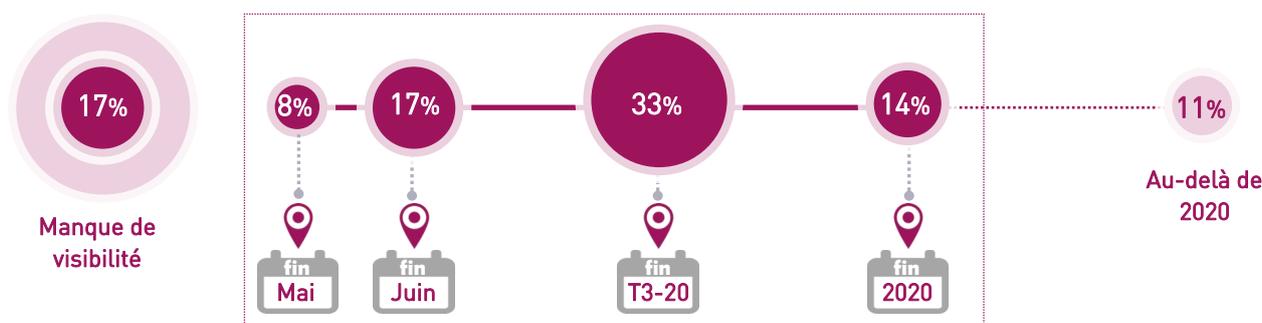
DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DISPARATES..., MAIS UNE RÉSILIENCE PROUVÉE

Toute prévision de croissance économique en 2020E reposerait essentiellement sur la durée du confinement qui dépend à son tour de l'évolution de la situation sanitaire. Le manque de visibilité par rapport à ces deux facteurs clés se reflète clairement sur les résultats de notre sondage élaboré auprès des 35 investisseurs les plus influents du marché financier marocain.

Déterminer une date de sortie de cette crise sanitaire, à partir de laquelle nous assisterons à un retour à la normale de l'activité économique, est loin de faire l'unanimité au sein de la communauté financière au Maroc. Plus en détails :

- 17% des investisseurs sondés anticipent un début de sortie de crise en juin 2020 contre 33% au T3-20 et 14% vers la fin de l'année ;
- 11% des investisseurs sondés ne croient pas en un début de sortie de crise en 2020 alors que 17% ne disposent d'aucune visibilité par rapport à ce scénario.

SONDAGE AGR DU MOIS D'AVRIL 2020 : ABSENCE DE CONSENSUS RELATIF À UNE DATE DE DÉBUT DE SORTIE DE CRISE*



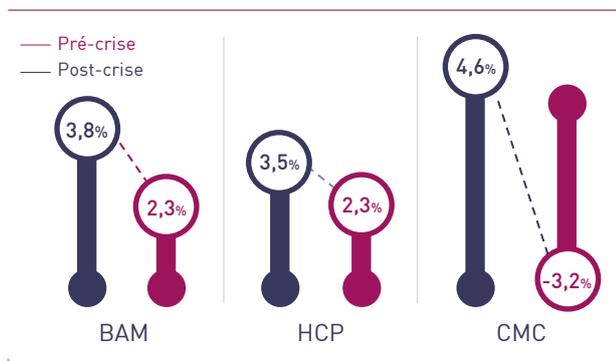
* Nous entendons par une date de sortie de crise : une date ou une période à partir de laquelle l'activité économique afficherait un retour progressif à la normale

Des prévisions de croissance économiques disparates allant de -3,7% à +2,3%...

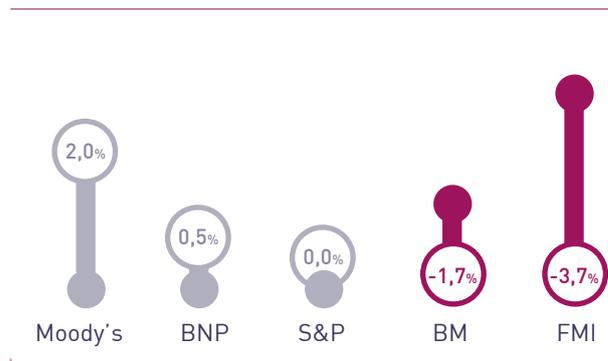
En l'absence de visibilité quant à l'évolution de la situation sanitaire, plusieurs institutions nationales et internationales ont tout de même publié leurs anticipations de croissance du PIB pour 2020E. Sans grande surprise, celles-ci ressortent disparates, variant au sein d'une fourchette assez large de [-3,7% à 2,3%].

- Les **institutions nationales** tiennent compte aussi d'une dégradation de la composante agricole au niveau de leurs prévisions de croissance. Si les dernières prévisions officielles du HCP et BAM s'accordent sur une croissance du PIB de 2,3% en 2020E, le CMC a quant à lui révisé sa croissance à -3,2% contre 0,8% publiée en mars. Un plus bas historique de deux décennies pour l'économie marocaine ;
- Les **institutions internationales** émettent des prévisions disparates ne nous permettant pas de ressortir avec un consensus de croissance pour le Maroc en 2020E. L'agence de notation Moody's est la plus optimiste avec une anticipation de 2,0%, suivie de BNP Paribas et de S&P qui prévoient une année blanche pour le Maroc. Enfin, la Banque Mondiale et le FMI sont les plus pessimistes avec des croissances négatives en 2020E de -1,7% et de -3,7% respectivement.

INSTITUTIONS LOCALES: PIB MAROC 2020E



INSTITUTIONS INTERNATIONALES: PIB MAROC 2020E

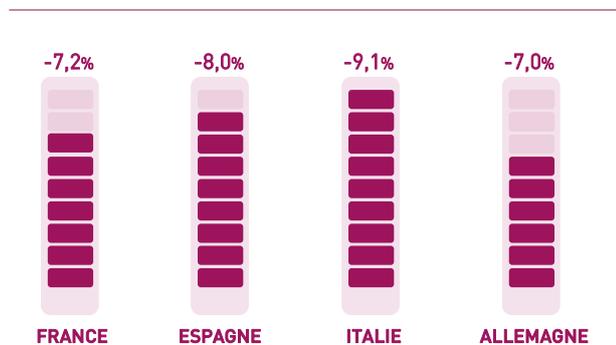


... mais qui demeurent plus résilientes en comparaison au reste du Monde

En l'absence d'un consensus clair relatif à l'atterrissage de la croissance du Maroc en 2020E, nous relevons néanmoins le caractère relativement résilient de l'économie marocaine. En effet, celle-ci devrait largement surperformer les taux de croissance attendus par ses principaux partenaires commerciaux.

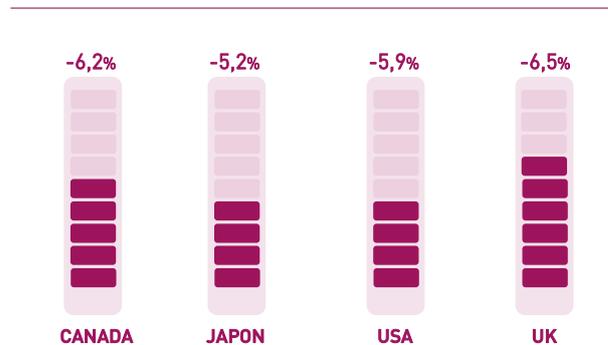
Tenant compte des dernières prévisions émises à l'international, le consensus autour d'une entrée en récession en 2020E est indéniable. Plus en détails, les taux de croissance devraient connaître des contractions respectives de -7,2% et de -8,0% pour la France et l'Espagne. Parallèlement, une contraction du PIB de -5,9% est attendue aux États-Unis en 2020E.

EUROPE: PRÉVISIONS DE CROISSANCE EN 2020¹



[1] FMI: World Economic Outlook, avril 2020

RESTE DU MONDE: PRÉVISIONS DE CROISSANCE EN 2020²



[2] FMI: World Economic Outlook, avril 2020

Sources : HCP, BAM, CMC, Banque Mondiale, FMI, Moody's, S&P, BNP Paribas

PARTIE 3

LES GRANDES TENDANCES SECTORIELLES INDUITES PAR LA CRISE SANITAIRE



TÉLÉCOMS

UNE FORTE HAUSSE DE LA DATA, ANTICIPANT UNE NOUVELLE DYNAMIQUE



AGROALIMENTAIRE

« POST-CRISE », UN SECTEUR CENSÉ PRENDRE UNE NOUVELLE AMPLÉUR



GRANDE DISTRIBUTION

UNE OPPORTUNITÉ UNIQUE POUR REHAUSSER LE TAUX DE PÉNÉTRATION



ÉNERGIE ÉLECTRIQUE

UN SECTEUR RÉSILIENT..., ADOSSÉ À UN RISQUE « SOUVERAIN »



MINES

SMI, UN OPÉRATEUR À CONTRE TENDANCE DU SECTEUR MINIER COTÉ



CIMENT

UN REDÉMARRAGE TRIBUTAIRE DE L'AUTO-CONSTRUCTION ET DE L'INFRASTRUCTURE



AUTOMOBILE

UN SECTEUR QUI AURA DU MAL À REDÉMARRER RAPIDEMENT « POST-CRISE »



DISTRIBUTION ÉNERGÉTIQUE

LE RETOUR À LA NORMALE DEVRAIT S'OPÉRER PAR PALIER



TÉLÉCOMS

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **19,7%** |
POIDS DANS LA CAPITALISATION | **23,2%**

| **MAROC** |
1 SOCIÉTÉ COTÉE

Date d'édition du 22 avril 2020

UNE FORTE HAUSSE DE LA DATA, ANTICIPANT UNE NOUVELLE DYNAMIQUE

Réalisations financières en 2019

Le secteur des télécoms est représenté en Bourse par l'opérateur historique Maroc Telecom qui pèse plus de 23,0% de la capitalisation du marché, soit 110,4 MMDH. En 2019, le Groupe affiche des performances opérationnelles meilleures que prévu grâce à une bonne maîtrise de ses charges. À cet effet, l'EBE progresse de 6,0% contre une prévision initiale de 3,2%.

Compte tenu du caractère exécutoire de la décision de l'ANRT, l'ensemble de l'amende a été provisionné en 2019, soit 3,3 MMDH. Au final, le RNPG récurrent ressort en légère progression de 0,4% ralenti par la Contribution Sociale de Solidarité (CSS) qui s'élève à 2,5% des bénéfices.

Sources de risque

- Le prolongement de la crise sanitaire risque de peser sur le budget de consommation des ménages et par conséquent, sur la part allouée aux dépenses en télécommunication. Dans la mesure où le parc Mobile est dominé par le prépayé, le poste dépenses en télécommunication serait vulnérable face aux éventuelles décisions d'arbitrage des ménages ;
- La fermeture des frontières devrait avoir un impact significatif sur l'activité du Roaming ;
- Au niveau des pays africains de présence, les mesures prises pour faire face à la propagation du Covid-19 ont été déployées plus tardivement par rapport au Maroc. Ainsi, il serait difficile de se prononcer sur l'évolution de la consommation et de la disponibilité des réseaux.

Sources d'assurance

- Historiquement, les périodes de crise sont favorables à une forte augmentation du trafic des opérateurs télécoms. La crise politique qu'a connue le Mali par le passé confirme ce constat ;
- La Data Mobile devrait croître de manière importante durant la période de confinement, voire même au-delà. Nous anticipons une hausse du trafic Data d'au moins 50% au S1-20 contre 37% au S1-19. Grâce à ses efforts d'investissement dans le réseau, Maroc Telecom est en mesure d'absorber une telle hausse du volume sans pour autant impacter la qualité du débit ;
- La Voix qui pèse environ 47% du CA Mobile sortant devrait rompre avec sa tendance baissière en affichant une croissance positive au T2-20. Toutefois, ce retournement de tendance relatif à cette situation exceptionnelle de confinement ne pourrait être soutenable sur le MT.

Notre scénario pour 2020

Sur la base de notre modèle, nous anticipons une croissance du CA de Maroc Telecom autour des 5,0% en 2020, soit un plus haut niveau depuis 2008. Au terme de cette crise sanitaire, nous croyons que le secteur des télécoms ressortirait gagnant sur le MT et ce, pour deux raisons :

- La Data Mobile devrait accélérer sa pénétration et la consommation moyenne par utilisateur franchirait un nouveau palier soutenue par le changement des habitudes de consommation ;
- Les entreprises et l'administration évolueront vers des modèles qui reposent davantage sur la digitalisation. Dans ces conditions, le profil de croissance des segments de la fibre optique et de l'ADSL serait très probablement revu à la hausse post-crise.

Il est rassurant de constater que les investissements importants entrepris par le secteur lui permettraient d'accompagner cette nouvelle dynamique sans pour autant saturer ses capacités.

IAM: RÉALISATIONS FINANCIÈRES 2019



IAM: TRAFIC DATA MOBILE MAROC



IAM: PROFIL DE CROISSANCE DU CA



MAHAT ZERHOUNI- Associée

Source : Calculs & Estimations AGR



AGROALIMENTAIRE

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **7,7%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **6,5%**

| **MAROC** |
8 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition du 22 avril 2020

« POST-CRISE », UN SECTEUR CENSÉ PRENDRE UNE NOUVELLE AMPLÉUR

Réalisations financières en 2019

Le secteur agroalimentaire affiche les meilleures performances sectorielles de la cote en 2019. Plus en détails, l'EBE ressort à 3.313 MDH en appréciation de 1,3% et les bénéfices s'établissent à 1.536 MDH en hausse de 11,3%. Ces performances s'expliquent par une bonne campagne agricole, la montée en charge des activités export et enfin, la non récurrence des contrôles fiscaux survenus en 2018. Au final, les réalisations du secteur ressortent légèrement inférieures à nos prévisions initiales.

Au sein du secteur agroalimentaire, nous nous intéressons à Cosumar et à Lesieur Cristal qui pèsent plus de 68% dans la capitalisation du secteur et environ 70% des bénéfices agrégés.

Sources de risque

- Baisse générale des cours des produits alimentaires en raison du repli de la Demande. Cette tendance baissière est justifiée par la contraction de la consommation hors domicile en raison du confinement strict imposé pas la majorité des pays touchés par la pandémie du Covid-19 ;
- La chute des cours du pétrole à l'international inciterait des pays comme le Brésil à réorienter leur production de canne à sucre vers la production du sucre blanc aux dépens de l'éthanol ;
- La baisse de la Demande sur le marché des huiles au Maroc risque d'engendrer une guerre des prix sur un marché fortement concurrentiel ;
- Une baisse des taux de remplissage des barrages en dessous des 30% aura un impact direct et significatif sur la campagne sucrière.

Sources d'assurance

- Aucune perturbation de la chaîne logistique alimentaire au Maroc et ce, malgré un contexte sanitaire moins propice. L'approvisionnement en matières premières, la transformation et la distribution se déroulent de manière normale ;
- Hausse importante de la Demande locale en huile et en sucre depuis mars 2020 suite à un effet de stockage des biens de première nécessité. Toutefois, un réajustement naturel de la consommation est attendu à compter du T2-20 ;
- Développement des exportations du sucre blanc passant de 400 KT annoncées à plus de 500 KT actuellement. Selon nous, la capacité réelle est de 600 KT.

Notre scénario pour 2020

Au terme de cette crise sanitaire, nous croyons que le secteur agroalimentaire devrait gagner en importance stratégique et ce, pour trois raisons. Premièrement, cette activité affiche une solide résilience à travers un maintien des composantes Offre/Demande. Deuxièmement, le secteur est un pourvoyeur d'emplois. Troisièmement, des opportunités à l'export émergent à l'international liées aux nouvelles priorités de sécurité alimentaire. Pour l'année 2020, nous relevons :

Cosumar : la campagne sucrière 19/20E devrait ressortir similaire à celle de 18/19, au-dessus des 570 KT. En effet, les rendements des 1^{ères} cultures ressortiraient meilleurs que prévu au niveau de l'ensemble des régions à l'exception de Doukkala. Aussi, la capacité à l'export atteindrait les 600 KT et ce, en fonction des opportunités à l'international ;

Lesieur Cristal : l'opérateur devrait bénéficier d'un effet volume positif, limitant la baisse des prix de vente de l'huile de table dans un marché local concurrentiel. Le scénario d'une consolidation des résultats est envisageable en 2020.

SECTEUR: RÉALISATIONS 2019



*sociétés ayant publié leurs résultats 2019

COURS DES INTRANTS (BASE 100)



MAROC : CAMPAGNE SUCRIÈRE (KT)



LAMYAE OUDGHIRI – Senior Associate

Source : Calculs & Estimations AGR



GRANDE DISTRIBUTION

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **1,0%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **1,6%**

| **MAROC** |
1 SOCIÉTÉ COTÉE

Date d'édition du 22 avril 2020

UNE OPPORTUNITÉ UNIQUE POUR REHAUSSER LE TAUX DE PÉNÉTRATION

Réalisations financières en 2019

Le secteur de la Grande Distribution est représenté en Bourse par son unique valeur Label Vie. Celle-ci pèse 1,6% de la capitalisation du marché, soit 7,7 MMDH. Au titre de 2019, l'opérateur affiche une croissance soutenue de ses ventes de 15,1% à 10.396 MDH, légèrement supérieure à nos prévisions initiales qui anticipaient une hausse de 12,2% à 10.135 MDH. Le RNPG ressort ainsi à 312 MDH en ligne avec nos prévisions initiales de 323 MDH.

Les performances opérationnelles de Label Vie sont portées à la fois par l'extension continue de son réseau de distribution avec l'ouverture de 13 nouveaux magasins portant la superficie totale à 200K m² et la bonne dynamique du segment Hyper Cash qui progresse de 22,0% en 2019.

Sources de risque

- Décalage des ouvertures des magasins en raison de l'arrêt de l'activité immobilière générée par la crise sanitaire ;
- Baisse importante de l'activité des magasins situés au sein des centres commerciaux, des Malls ou encore dans les villes touristiques en raison du confinement strict ;
- Baisse du panier moyen des ménages dans l'hypothèse d'un prolongement significatif de la période de confinement ;
- Orientation des consommateurs vers les produits de première nécessité au détriment des produits à grande valeur ajoutée.

Sources d'assurance

- Augmentation attendue du taux de pénétration de la distribution moderne au Maroc soutenue d'une part, par la fermeture des grossistes et certains magasins de proximité et d'autre part, par le rôle stratégique que joue cette activité durant cette crise sanitaire ;
- Résilience de la chaîne logistique grâce à la bonne tenue du segment agricole et aux efforts du gouvernement afin de faciliter les importations des produits alimentaires ;
- Mise en place des services de commande en ligne et de livraison à domicile pour palier à la baisse de la fréquentation client durant la période du confinement ;
- Prédominance des produits locaux principalement les fruits & légumes et faible proportion des produits importés directement. Ces derniers pèsent 7% des volumes importés en direct.

Notre scénario pour 2020

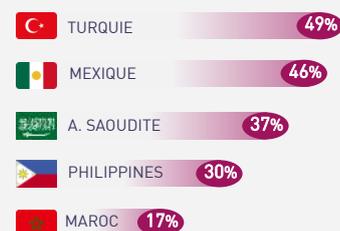
Le secteur de la Grande Distribution a bénéficié d'un effet stockage important pré-confinement avant d'accuser une décélération naturelle de la consommation durant la phase de confinement. Nous distinguons aujourd'hui deux principales phases :

- **2020** : légère hausse de l'activité en raison d'un éventuel décalage du planning des ouvertures des magasins compensé toutefois par un effet volume positif pré et post-confinement ;
- **Post-crise** : augmentation du taux de pénétration de la distribution moderne au Maroc dont la marge de progression est importante (17% Vs. 38% pour les pays comparables). La hausse du rythme de fréquentation, le développement accéléré du réseau et l'utilisation du canal digital sont autant de facteurs favorisant la pénétration de la distribution moderne au Maroc.

LBV : RÉALISATIONS FINANCIÈRES 2019



BENCHMARK : TAUX DE PÉNÉTRATION



LBV : CROISSANCE DES REVENUS



OMAR CHERKAoui - Associate

Source : Calculs & Estimations AGR



ÉNERGIE ÉLECTRIQUE

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **3,5%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **4,1%**

| **MAROC** |
1 SOCIÉTÉ COTÉE

Date d'édition du 22 avril 2020

UN SECTEUR RÉSILIENT..., ADOSSÉ À UN RISQUE « SOUVERAIN »

Réalisations financières en 2019

Le secteur de la production de l'électricité est représenté au niveau du marché boursier par son unique valeur TAQA Morocco. L'opérateur se distingue par un Business Modèle verrouillé en termes de production et de facturation.

En 2019, les revenus du Groupe se sont appréciés de 7,1% à plus de 9,0 MMDH. À l'origine de cette évolution, l'amélioration du taux de disponibilité à 92,9% couplée à la hausse des frais d'énergie. Pour leur part, les bénéfices se sont maintenus au-dessus des 1,0 MMDH en raison de l'amélioration du résultat financier.

Sources de risque

- La volatilité des cours du charbon à l'international expose le Groupe à des pertes ou des gains potentiels en raison de ses contrats d'approvisionnement LT. Pour rappel, le contrat avec l'ONEE permet de caper à la fois la perte et le gain sur le cours du charbon à hauteur de 3 M\$;
- La réorganisation des effectifs en interne en raison de la crise sanitaire risque de provoquer des perturbations au niveau de la production.

Sources d'assurance

- La décorrélation des revenus de TAQA Morocco par rapport à la consommation nationale d'électricité se justifie par la nature du contrat « Take or Pay » qui le lie à l'ONEE. Celui-ci stipule que l'Office rémunère TAQA Morocco en fonction de la disponibilité de ses unités de production, et ce sur la base des frais de puissance ;
- Aucune perturbation relevée au niveau de l'approvisionnement en charbon. Rappelons que 60% des contrats d'achats du Groupe sont sur des horizons LT. Aussi, TAQA Morocco dispose d'un stock de sécurité lui permettant de faire face à d'éventuelles périodes de perturbation ;
- Les difficultés financières que pourraient connaître l'ONEE, unique client de TAQA Morocco, sont à relativiser. En effet, le risque client de l'opérateur est adossé à un risque souverain.

Notre scénario pour 2020

TAQA Morocco devrait démontrer la résilience de son Business Modèle dans un contexte où la consommation d'électricité au Maroc devrait reculer de plus de 20% en 2020E. Plus en détails, nous maintenons nos prévisions inchangées pour 2020E :

- Un taux de disponibilité global des unités de production de 92,5% contre 92,9% en 2019 ;
- Des revenus consolidés de 8,8 MMDH, en baisse de 3,0% par rapport à 2019 ;
- Enfin, un RNPG légèrement supérieur à 1,0 MMDH en repli de 1,1%.

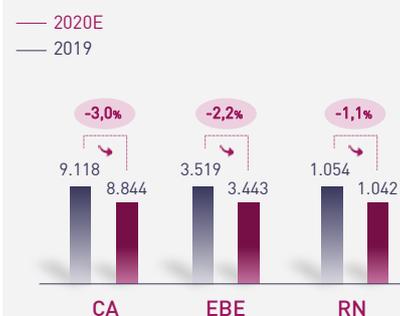
TAQA M : RÉALISATIONS 2019



TAQA M : TAUX DE DISPONIBILITÉ



TAQA M : PRÉVISIONS 2020E



MARIA IRAQI- Senior Associate

Source : Calculs & Estimations AGR



MINES

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **0,6%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **1,8%**

| MAROC |

3 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition du 22 avril 2020

SMI, UN OPÉRATEUR À CONTRE TENDANCE DU SECTEUR MINIER COTÉ

Réalisations financières en 2019

Le secteur minier est représenté en Bourse par 3 opérateurs ayant des profils disparates. D'une part, Managem et CMT affichent une exposition diversifiée à la fois sur les métaux de base et les métaux précieux. D'autre part, la SMI une mine qui produit exclusivement l'Argent métal.

Managem et CMT affichent des replis sensibles de leurs indicateurs opérationnels en raison de la correction des cours des métaux de base en 2019. Il s'agit d'un EBE en baisse de -15,1% et de -5,7% respectivement.

À l'inverse, la SMI tire profit du bon comportement des cours de l'Argent à l'international couplé au net redressement de ses niveaux de production. Au final, l'opérateur améliore son EBE par 2,8x passant de 136 MDH à 386 MDH, en cohérence avec nos attentes.

Sources de risque

- Fortes corrections des cours des métaux de base durant le T1-20 suite aux effets de la crise sanitaire sur la Demande industrielle mondiale. Sur cette période, le Cuivre, le Zinc et le Plomb affichent des baisses de -9,5%, -21,5% et -9,4% respectivement ;
- Le risque de récession auquel se heurte l'économie mondiale en 2020 pénalise fortement les perspectives d'évolution des métaux de base lors des prochains trimestres ;
- Un risque opérationnel lié à la pandémie du Covid-19. Celui-ci pourrait se matérialiser par la fermeture des sites miniers. À date d'aujourd'hui, seul Managem est concerné à travers l'arrêt temporaire du site de Guemmassa en raison de la contamination avérée d'un collaborateur.

Sources d'assurance

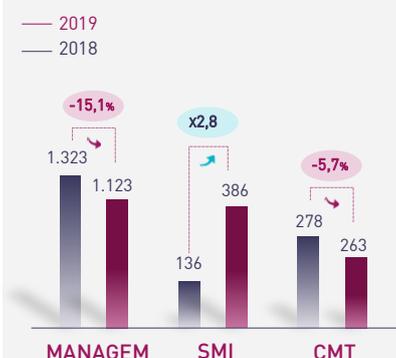
- Le retour massif des banques centrales à des politiques expansionnistes devrait tôt ou tard soutenir les prix des métaux précieux. Les interventions de la Fed et de la BCE en attestent clairement à travers des plans d'assouplissement quantitatifs d'une ampleur inédite ;
- L'entrée en production des projets aurifères devrait permettre une meilleure pondération de la poche métaux précieux dans le portefeuille de Managem ;
- La tendance haussière de la parité USD/MAD devrait impacter significativement les revenus des opérateurs miniers. En effet, la quasi-totalité de leurs revenus est libellée en dollar.

Notre scénario pour 2020

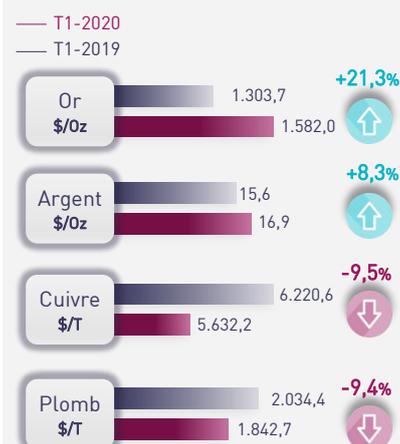
Au sein du secteur minier coté, nous distinguons deux évolutions disparates en 2020 :

- Managem et CMT devraient subir l'impact de la crise sanitaire sur les cours des métaux de base qui représentent 45% et 70% de leurs revenus respectifs. Plus en détails, Managem pourrait espérer au mieux un retour à l'équilibre contre un repli de la capacité bénéficiaire de la CMT de -32,0% ;
- SMI bénéficierait d'un double effet positif *prix/volume* sur l'Argent. À cet effet, nous anticipons une poursuite du redressement de sa capacité bénéficiaire, soit d'environ 30,0%.

MINES : ÉVOLUTION DE L'EBE 18 VS. 19



MÉTAUX : ÉVOLUTION AU T1-2020



CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE EN 2020



LAMYAE OUDGHIRI – Senior Associate

Source : Calculs & Estimations AGR



CIMENT

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **9,1%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **9,5%**

| MAROC |

2 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition du 22 avril 2020

UN REDÉMARRAGE TRIBUTAIRE DE L'AUTO-CONSTRUCTION ET DE L'INFRASTRUCTURE

Réalisations financières en 2019

Après trois années de baisses consécutives, la consommation nationale du ciment affiche une légère reprise de 2,5% en 2019 à 13,6 MT. Dans ce contexte, les deux opérateurs cotés réalisent une quasi-stagnation de leurs revenus. Plus en détails, la hausse de leurs volumes de vente de ciment a été atténuée par la baisse des activités annexes.

En termes de profitabilité, les bénéfices des cimentiers cotés à savoir LafargeHolcim Maroc et CIMAR enregistrent une progression de 6,0% passant de 2.624 MDH à 2.782 MDH. À l'origine, les efforts d'optimisation de l'outil industriel et la maîtrise des charges.

Sources de risque

- Repli des ventes du ciment de -28,2% en mars portant la baisse cumulée au T1-20 à -7,3%. Pour le mois d'avril, nous anticipons une chute des ventes de -70,0%. Selon nos différents échanges, les principales activités consommatrices du ciment seraient actuellement entre 10 à 30% de leurs capacités ;
- L'arrêt de plusieurs chantiers relatifs aux projets immobiliers et aux travaux publics est lié à une problématique de main d'œuvre. Cette dernière devient peu disponible en raison du risque sanitaire actuel ;
- Mise à l'arrêt de l'auto-construction en raison du confinement strict imposé par les autorités locales et de l'absence des normes de sécurité sanitaire au sein de cette activité ;
- Difficultés d'approvisionnement en matériaux de construction compte tenu des perturbations dans le secteur du transport terrestre et de la fermeture de plusieurs concessionnaires.

Sources d'assurance

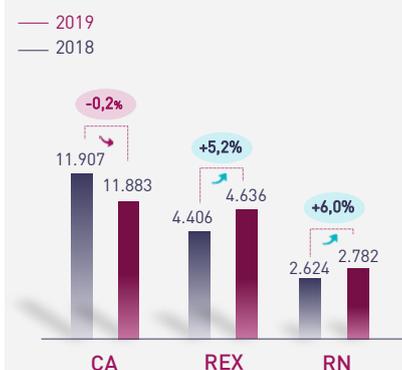
- La reprise de l'activité économique post-confinement devrait permettre un effet de rattrapage rapide de la consommation du ciment. Ce scénario est soutenu par une accélération attendue au niveau de l'auto-construction et de l'infrastructure. En effet, l'attitude de l'exécutif post-confinement vis-à-vis de ces deux piliers de la consommation du ciment sera décisive ;
- Post-confinement, la main d'œuvre serait disponible immédiatement. Celle-ci serait en quête d'améliorer ses revenus après une période à faible revenu ;
- Dans un contexte où le gouvernement encourage les activités exportatrices, les cimentiers pourraient développer davantage leurs exportations de clinker vers certains pays africains.

Notre scénario pour 2020

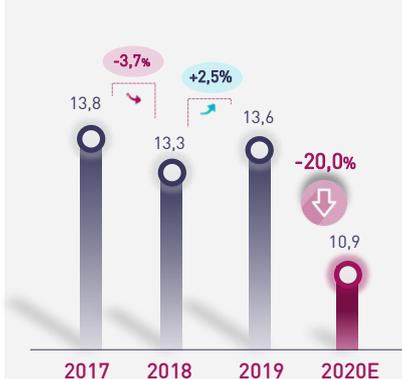
Nous anticipons un repli de la consommation du ciment au Maroc de près de -20,0% passant de 13,6 MT en 2019 à 10,9 MT en 2020. Par mesure de prudence, nous retenons le scénario suivant pour les trois trimestres à venir :

- T2-20 : chute de la consommation du ciment de -65,0% avec comme principale référence le mois d'avril 2020 ;
- T3-20 : décélération de la baisse à -24,0% suite au redémarrage des projets d'infrastructure ;
- T4-20 : hausse de la consommation du ciment de +11,0% soutenue par un effet de rattrapage dans les segments de l'auto-construction et de l'immobilier.

SECTEUR COTÉ : RÉALISATIONS 2019



SECTEUR : VENTES CIMENT 17-20E (MT)



SECTEUR : VENTES CIMENT* (MT)



*Croissance trimestrielle glissante (Vs. 2019)

MARIA IRAQI - Senior Associate

Source : Calculs & Estimations AGR



AUTOMOBILE

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **0,5%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **0,7%**

| **MAROC** |
2 SOCIÉTÉS COTÉES

Date d'édition du 22 avril 2020

UN SECTEUR QUI AURA DU MAL À REDÉMARRER RAPIDEMENT « POST-CRISE »

Réalisations financières en 2019

La distribution Automobile est représentée en Bourse par Auto Hall qui pèse plus de 56% de la capitalisation du secteur coté. En effet, l'opérateur était sur une bonne dynamique en 2019 à travers le doublement des ventes de la marque Opel de 2,0K à plus de 4,0K unités, permettant de limiter le repli attendu de la marque Ford de -46,0%.

Grâce à la bonne maîtrise de son réseau de distribution et l'arrivée à échéance d'un 1^{er} site en leasing, Auto Hall affiche des hausses intéressantes de son EBE et de son RNPG, soit de 4,3% et de 6,0% respectivement. Des réalisations légèrement supérieures à nos prévisions initiales.

Sources de risque

- Effondrement de la Demande impliquant un arrêt quasi-total des activités commerciales de l'ensemble des opérateurs. Durant la période de confinement, ces derniers réaliseraient entre 10 à 20% de leur CA normatif ;
- Chute des ventes de voitures de -61,7% en mars 2020 avec une perspective de baisse encore plus prononcée à compter d'avril 2020 ;
- Fermeture des usines des constructeurs en Europe qui risque de générer des perturbations en termes d'approvisionnement post-crise sanitaire ;
- Fortes pressions sur les avoirs en devises du Maroc pouvant aboutir à des restrictions sur les importations de certaines gammes de voitures ;
- Appréciation de l'euro face au dirham de plus de 4,0% depuis le début de l'année exerçant une forte pression sur les marges des distributeurs au Maroc.

Sources d'assurance

- Les distributeurs ont constitué des stocks importants pour le salon de l'Automobile, prévu initialement pour le mois de juin 2020. En cas de reprise de l'activité, ces derniers pourraient faire face rapidement à un retour de la Demande ;
- Le redémarrage de la Chine permettrait d'assurer un approvisionnement plus régulier que celui de l'Europe.

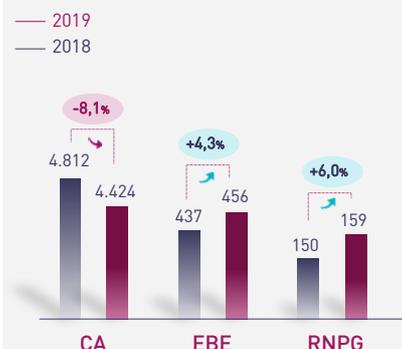
Notre scénario pour 2020

Le secteur de la distribution Automobile fait face à une problématique de Demande en raison du confinement strict. Selon nous, même après le confinement, les ventes de voitures auront du mal à redémarrer rapidement et ce, pour deux raisons :

- L'acte d'achat de voiture ne constituerait pas durant la phase post-crise une priorité pour l'ensemble des ménages ;
- La fermeture des usines des principaux constructeurs en Europe aurait forcément un impact sur le rythme d'approvisionnement des distributeurs au Maroc durant l'année 2020.

Notre scénario préliminaire anticipe un éventuel retour à la normale des ventes de véhicules à compter du T2-2021. Ainsi, les ventes totales pourraient être divisées par deux fois passant d'un niveau normatif de 170K à 90K en 2020. Il s'agirait d'un repli important de -47%.

ATH : RÉALISATIONS FINANCIÈRES 2019



MAROC : VENTES VÉHICULES T1-20

IMPACT COVID-19
-20,0%



MAROC : VENTES VÉHICULES 2020E



LAMYAE OUDGHIRI - Senior Associate

Source : Calculs & Estimations AGR



DISTRIBUTION ÉNERGÉTIQUE

POIDS DANS LA MASSE BÉNÉFICIAIRE | **2,0%** |

POIDS DANS LA CAPITALISATION | **1,5%**

| **MAROC** |
1 SOCIÉTÉ COTÉE

Date d'édition du 22 avril 2020

LE RETOUR À LA NORMALE DEVRAIT S'OPÉRER PAR PALIER

Réalisations financières en 2019

Le secteur de la distribution des produits pétroliers est représenté en Bourse par son unique valeur Total Maroc dont la capitalisation est supérieure à 7,0 MMDH. À l'issue de la libéralisation du secteur, la marge de distribution G&E a atteint durant la période 2016-2017 des plus hauts difficilement soutenables, soit de 1.660 DH/T. Par la suite, celle-ci a connu un réajustement à la baisse très attendu d'environ -30,0% sur la période 2018-2019 pour revenir ainsi à 1.130 DH/T. L'année 2019 marque la fin de ce processus de réajustement des marges. À cet effet, l'opérateur affiche un résultat net consolidé de 600 MDH en baisse de -23,2%, en ligne avec nos prévisions initiales émises dans l'AGR Book Afrique, soit de 600 MDH.

Sources de risque

- Chute naturelle de la consommation du Gasoil & Essence en raison du confinement strict de la population. À compter du mois d'avril, les ventes des stations d'essence devraient baisser de -70 à -90% en cohérence avec la tendance observée au sein des marchés européens durant la période du confinement ;
- Le faible niveau d'activité des stations impliquerait une baisse plus importante des ventes de services et des lubrifiants. Des activités qui pèsent moins de 8% dans les ventes des produits blancs mais qui offrent des niveaux de marges nettement plus élevés ;
- Baisse drastique des ventes du « carburant aviation » suite à la mise en arrêt des activités des compagnies aériennes. Ce segment pèse environ 10% des ventes des produits blancs ;
- Post-confinement, le retour à la normale des ventes devrait s'opérer par palier en fonction du niveau de confiance des ménages à l'issue de cette crise sanitaire inédite. Dans ces conditions, le manque à gagner des distributeurs durant cette phase d'incertitude est une perte sèche.

Sources d'assurance

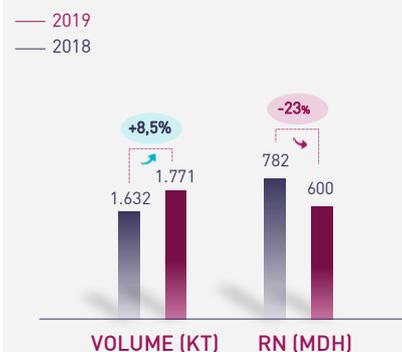
- Le faible endettement de Total Maroc et sa trésorerie confortable lui permettraient d'absorber les conséquences économiques d'un confinement strict de trois mois ;
- La soutenabilité du prix de pétrole à des niveaux relativement faibles allégerait les pressions sociales sur les distributeurs partout dans le Monde. Plus en détails, au niveau de la chaîne de valeur pétrolière, nous nous attendons à un « transfert des marges » des producteurs et des raffineurs au profit des distributeurs.

Notre scénario pour 2020

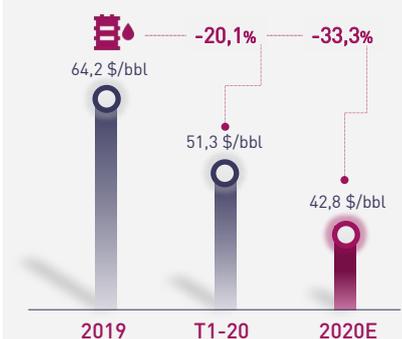
Le secteur de la distribution des produits pétroliers devrait connaître un repli de ses ventes de -25% passant de 10.800 KT en 2019E à 8.049 KT en 2020E. Ce scénario tient compte d'un retour à la normale des ventes à compter du T4-20 contre une baisse de -45% durant le T2 et le T3 :

- Le segment G&E qui représente 52% des ventes du secteur accuserait un repli de -30% en 2020 pénalisé par les effets du confinement strict sur la consommation du parc Auto ;
- Le carburant aviation, les services et les lubrifiants qui pèsent 16% des ventes subiraient un repli plus prononcé de -45% en 2020 ;
- À l'inverse, le segment GPL qui représente 32% des ventes du secteur progresserait de 5% en moyenne durant 2020 soutenu par la hausse de la consommation du gaz durant la période de confinement et de la bonne tenue de la filière agricole.

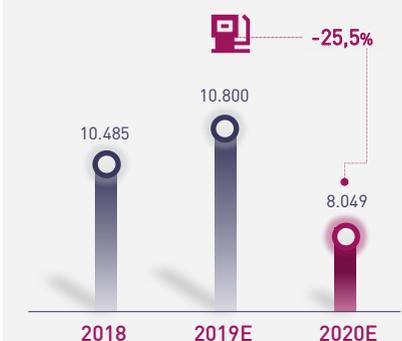
TOTAL MAROC : RÉALISATIONS 2019



COURS MOYEN DU BRENT (\$/BBL)



SECTEUR : SCÉNARIO VOLUMES (KT)



LAMYAE OUDGHIRI – Senior Associate

Source : Calculs & Estimations AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

ASSOCIATE

Omar Cherkaoui
+212 5 22 49 14 82
o.cherkaoui@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR ECONOMIE

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

SENIOR ASSOCIATE

Maria Iraqi
+212 5 29 03 68 01
m.iraqi@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 22 49 14 82
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

FINANCIAL ANALYST

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

SENIOR ANALYST

Inès 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

FINANCIAL ANALYST

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

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

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.@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Yves Ntchoumou
+237 2 33 43 14 46
n.ntchoumou@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

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

Mohammed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 09
m.hassounfilali@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

Ahmed Darwish
+202 27 97 04 80
ahmed.darwish@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 ses 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.

