

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	31/12/2021
Ancien cours objectif	150 DH

MAROC TELECOM

Secteur	TELECOMS
Reuters	IAM.CS
Bloomberg	IAM MC

134 DH

Actuel	121 DH
Potentiel	11%
Horizon	18 Mois

Un environnement moins favorable..., imposant une révision du cours objectif

La publication des résultats semestriels 2022 du Groupe Maroc Telecom intervient dans un contexte peu favorable à la croissance des revenus. Aussi, ce premier semestre a été marqué par le provisionnement de l'opérateur historique d'une amende de 2,45 MMDH. Dans ces conditions, nous avons révisé nos hypothèses de croissance du Groupe et par conséquent, notre valorisation du titre.

Au terme de cet exercice, nous révisons à la baisse notre cours objectif de 150 DH à 134 DH. Sur la base d'un prix en Bourse de 121 DH (en date du 24 août 2022), nous croyons que la récente correction du titre demeure disproportionnée par rapport à la qualité de ses fondamentaux.

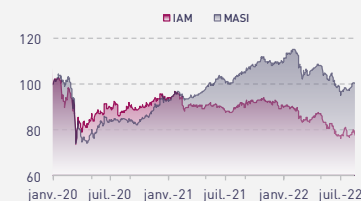
Notre analyse s'articule autour de cinq messages clés :

- Les pressions réglementaires et concurrentielles au Maroc se font de plus en plus sentir sur le profil de croissance des revenus Mobile de Maroc Telecom. À l'origine, une marge de manœuvre limitée en termes d'Offres & Promotions par rapport aux concurrents, un encadrement plus strict des Offres spécifiques B2B et un maintien d'une asymétrie tarifaire en défaveur de l'opérateur historique ;
- Les revenus du Fixe au Maroc et les activités à l'international démontrent une bonne résilience grâce à la poursuite de l'expansion des parcs « *ADSL & Fibre Optique* » et à la croissance soutenue de la Data Mobile en Afrique. Toutefois, la croissance des revenus Mobile des filiales africaines est ralentie par la tendance baissière de fond des terminaisons d'appel (TA) dont l'impact devrait se poursuivre en 2023 ;
- Nous croyons que les tensions inflationnistes au Maroc devraient peser davantage sur la croissance des revenus Mobile durant le S2-22. Notre avis est soutenu par la corrélation historique établie entre le niveau général des prix et les dépenses en télécommunication, particulièrement des utilisateurs Mobile Prépayé. Ces derniers représentent environ 90% du parc Mobile au Maroc ;
- Dans un contexte peu favorable à la génération du cash, nous assistons à un réajustement baissier du taux de distribution⁽¹⁾. Celui-ci est passé d'un niveau historique autour des 100% à une moyenne de 70% sur la période 2019-2021. Selon notre propre scénario, le payout⁽¹⁾ cible du Groupe se situerait désormais entre 70 et 80% durant la période 2022-2023 ;
- Tenant compte de la récente correction du titre, le rendement du dividende offert devient relativement plus attractif. Il s'agit d'un D/Y moyen de 4,5% sur la période 2022-2023 contre 3,5% pour le marché Actions.

Mahat Zerhouni

Senior Associate
+212 529 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
Maroc Telecom	-2,4	-4,4	-14,5
MASI	2,0	-3,2	-4,4

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
Maroc Telecom	8,3	11,9	13,3
MASI	42	100	147

Capitalisation	Au 24/08/2022
En MDH	105.491
En M\$	10.109

Cours arrêtés au 24/08/2022

[1] Payout calculé sur la base de la capacité bénéficiaire récurrente

Des réalisations semestrielles pénalisées par les pressions réglementaires

En marge de notre analyse des résultats semestriels 2022 de Maroc Telecom, nous ressortons avec trois principaux constats :

(1) Un contexte concurrentiel et réglementaire qui pèse sur la croissance au Maroc

Au S1-22, Maroc Telecom accuse une baisse de ses revenus au Maroc de -2,2% à 9,6 MMDH. À l'origine, le repli du CA Mobile Maroc de -5,0% impacté par une intensification des pressions concurrentielles et réglementaires depuis 2020. À titre d'exemples, nous relevons : **(a)** une marge de manœuvre limitée de l'opérateur historique par rapport aux concurrents au niveau des Offres & Promotions relatives aux illimités Data Mobile, ADSL et équipements FTTH⁽³⁾, **(b)** un encadrement plus strict des offres spécifiques B2B et enfin, **(c)** le maintien d'une asymétrie tarifaire en faveur des concurrents.

À noter que ce premier semestre a été marqué par le provisionnement de l'astreinte imposée par le régulateur (ANRT) à l'encontre de Maroc Telecom d'un montant de 2,45 MMDH. Cette « amende » concernerait le dégroupage de la boucle locale.

(2) Une bonne résilience du Fixe Maroc et des filiales africaines

L'activité Fixe au Maroc poursuit sa croissance en affichant une progression de 1,6% au S1-22 contre une moyenne de 0,9% durant les 6 derniers semestres. Cette activité est soutenue par la bonne dynamique du Haut Débit Fixe dont les revenus s'améliorent de 7,3% à 1,97 MMDH au terme de la même période. À noter la poursuite de l'expansion du parc Internet ADSL qui compte désormais 1,7 Mn d'abonnés avec un parc FTTH⁽³⁾ en croissance de 45% au S1-22.

Les revenus des filiales africaines s'apprécient légèrement de 0,4% à 8,6 MMDH grâce à la forte croissance du segment Data Mobile de +29%. Ce dernier a pu contrebalancer la baisse continue des terminaisons d'appel (TA) dont la tendance semble devenir structurelle sur les marchés africains. Corrigé des baisses des TA, le CA à l'international ressort en croissance de 2,8%.

À titre d'exemple, la TA Mobile au Gabon évoluera de 7 FCFA/min en 2022 à 5 FCFA/min prévue en 2023. En Côte d'Ivoire, la TA Mobile sera ramenée à 2 FCFA/min en 2023 contre 5 FCFA/min en 2021.

Des réalisations semestrielles en ligne avec notre scénario de croissance 2022E

Retraitées de la nouvelle « amende » dont le montant a été provisionné en totalité au T2-22, les réalisations semestrielles de Maroc Telecom nous semblent en cohérence avec nos prévisions initiales. Au niveau consolidé, le CA, l'EBE et le RNPG ajusté affichent des taux de réalisation annuels de 49%, 51% et 48% respectivement. Dans ces conditions, nos prévisions de croissance annuelles 2022 ont été légèrement ajustées.

MAROC TELECOM : RÉSULTATS CONSOLIDÉS S1-22 VS. RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR 2022

EN MDH	S1-21	S1-22	VAR	AGR 22E	VAR 22E	TR 2022 ⁽¹⁾
CA Consolidé	17 780	17 568	-1,2%	35 656	-0,4%	49%
CA Net Maroc	9 774	9 561	-2,2%	19 566	-1,7%	49%
Mobile	5 985	5 684	-5,0%			
Fixe & Internet	4 702	4 778	1,6%			
Dont Data Fixe	1 838	1 973	7,3%			
CA Net International	8 515	8 552	0,4%	17 114	1,2%	50%
EBITDA publié	9 160	9 171	0,1%	18 551	-0,2%	49%
Marge EBE	51,5%	52,2%	+0,7 pt	52,0%		
EBIT ajusté ⁽²⁾	5 571	5 740	3,0%	11 210	-3,2%	51%
Marge EBIT	31,3%	32,7%	+1,4 pts	31,4%		
EBIT publié	5 557	3 287	-40,8%	8 760	-21,2%	38%
Marge EBIT	31,3%	18,7%	-12,6 pts	24,6%		
RNPG ajusté ⁽²⁾	2 832	2 869	1,3%	5 936	-1,2%	48%
Marge nette	15,9%	16,3%	+0,4 pt	16,6%		
RNPG publié	2 827	417	-85,2%	3 486	-42,0%	NS
Marge nette	15,9%	2,4%	-13,5 pts	10,0%		

(1) Résultats S1-22 versus prévisions AGR 22

(2) Ajusté de l'amende imposée par l'ANRT pour un montant de 2,45 MMDH

[3] Fiber To The Home

Sources : Communiqué de Presse Maroc Telecom S1 22, Calculs & Estimations AGR



Un nouveau contexte..., imposant une révision de notre scénario central de croissance

Un contexte inflationniste limitant les perspectives de croissance du Mobile

À l'instar de la tendance mondiale, nous croyons que les tensions inflationnistes que connaît l'économie marocaine en 2022 devraient peser sur le rythme de croissance des revenus du segment Mobile. Pour le cas du Maroc, le niveau d'inflation est ressorti à 5,7% en moyenne entre mars et mai avant de toucher un plus haut de 27 ans en juin et juillet 2022 à plus de 7,0%.

Avec un poids visible dans le budget de consommation de 3,0%, les dépenses en communication seraient très sensibles aux arbitrages des ménages dans leurs choix futurs de consommation.

Dans la mesure où 89% du parc client Mobile au Maroc est représenté par du prépayé, les clients seraient amenés à réajuster systématiquement le poste dépenses en télécommunication et ce, par rapport à la hausse des prix de la composante alimentaire. Celle-ci représente plus du 1/3 du panier des ménages au Maroc.

Révision des principales hypothèses de valorisation

La révision de notre Business Plan relatif au Groupe Maroc Telecom s'articule autour de deux principaux volets :

Hypothèses d'exploitation :

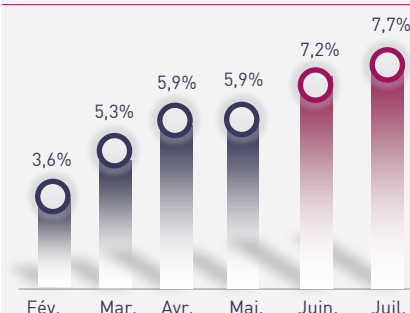
- ⇒ **Mobile Maroc** : Cette activité évolue dans un contexte moins favorable ne permettant pas à l'opérateur historique de renouer avec une croissance positive durant la période 2022-2025. Sur le CT, le contexte inflationniste devrait peser sur le budget alloué aux dépenses Mobile. Sur le MT, les contraintes réglementaires et concurrentielles devraient limiter relativement les perspectives de croissance de Maroc Telecom sur ce segment ;
- ⇒ **Marge EBE** : Face à la tendance baissière des TA⁽¹⁾ au sein des marchés africains et d'un contexte moins favorable au Maroc, notre scénario central s'articule désormais autour d'une préservation des niveaux de marges sur le MT ;
- ⇒ **Investissement Maroc** : Les niveaux de CAPEX du Groupe se situent actuellement au niveau de la fourchette haute de son benchmark international. Selon nous, l'opérateur historique devrait fournir des efforts supplémentaires face aux pressions croissantes de la concurrence. Ce scénario ne favorise pas une normalisation du ratio CAPEX/CA pour revenir en dessous des 14% à horizon 2025 ;
- ⇒ **Amende réglementaire** : Par mesure de prudence nous avons déduit le montant de l'astreinte imposée par le régulateur de la capacité de génération du cash du Groupe en 2022E. Il s'agit d'un montant global de 2,45 MMDH représentant 25% du cash-flow libre d'exploitation estimé pour 2022E.

Hypothèses boursières :

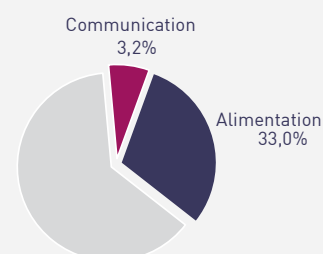
Actuellement, le titre Maroc Telecom fait face à des contraintes à la fois endogènes et exogènes sur le marché boursier. Celles-ci se traduisent par une hausse du taux d'actualisation (WACC) de +0,7 point passant de 5,6% à 6,3%. Plus en détails, nous relevons :

- ⇒ Une hausse de la Prime de Risque Actions passant de 6,1% en 2021 à 7,5% en 2022 dans un contexte marqué par la montée de l'aversion au risque des investisseurs en Bourse [Cf. Prime de risque] [Cf. Indice de Confiance] ;
- ⇒ Un retournement haussier de la courbe des Taux obligataires en raison des anticipations inflationnistes des investisseurs. Le Taux sans risque (BDT 10 ans) est passé d'un plus bas de 2,29% en février à 2,47% en août 2022, soit une appréciation de 18 PBS [Cf. Taux : Rapport Semestriel 2022] ;
- ⇒ Un réajustement du « profil risque » du titre suite aux annonces d'amendes qui impactent la capacité de distribution du Groupe et par conséquent, le niveau de volatilité du titre sur le marché. Cette situation devrait se refléter à terme sur le risque spécifique du titre à travers un relèvement du Beta. Pour notre valorisation, nous avons opté pour le beta historique 3 ans, soit 0,85.

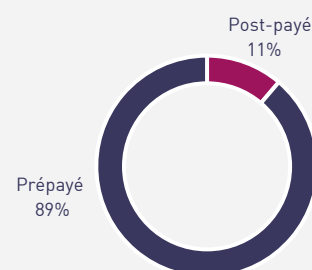
MAROC : INFLATION GLISSANTE 2022



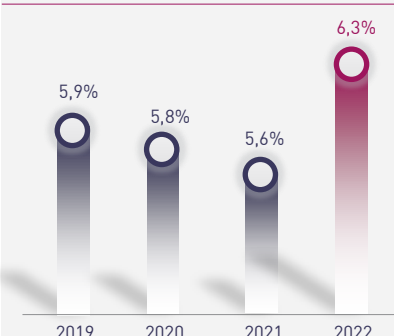
MAROC : PANIER DE CONSOMMATION



MAROC : STRUCTURE DU PARC MOBILE



MT : WACC ACTIVITÉ MAROC



[1] Terminaisons d'Appel

Sources : Communiqué de Presse Maroc Telecom S1 22, ANRT, HCP, Calculs & Estimations AGR

Synthèse des hypothèses de valorisation

Scénario de croissance des activités au Maroc

- ⇒ Nous maintenons une tendance baissière de l'activité Mobile sur la période 2022-2025, sous l'effet des pressions inflationnistes, réglementaires et concurrentielles. Il s'agit d'un TCAM du CA de -4,3% ;
- ⇒ Nous retenons un TCAM positif du segment Fixe de +1,8% soutenu par la dynamique de la Data et plus particulièrement le FTTH^[2] ;
- ⇒ Le Groupe est en mesure de défendre une marge d'EBE autour des 56,0% sur le MT en raison de son expertise et sa capacité déjà prouvée à maîtriser ses coûts ;
- ⇒ Nous optons pour un ratio CAPEX/CA relativement élevé de 16,0% en raison des efforts supplémentaires exigés par le nouveau contexte.

MAROC TELECOM : FCF GÉNÉRÉS PAR LES ACTIVITÉS AU MAROC 2021-2025

MAROC (EN MDH)	2021R	2022E	2023E	2024E	2025E
Chiffre d'affaires	19 907	19 566	19 351	19 004	18 838
Croissance	-4,7%	-1,7%	-1,1%	-1,8%	-0,9%
Mobile	-8,1%	-4,7%	-4,0%	-4,5%	-4,0%
Fixe	-0,5%	1,0%	1,2%	2,5%	2,5%
EBITDA	11 234	11 055	10 895	10 718	10 587
Marge EBITDA	56,4%	56,5%	56,3%	56,4%	56,2%
CAPEX	2 630	3 131	3 096	3 041	3 014
% CA	13,2%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
FCF	4 538	3 217 ⁽¹⁾	5 401	5 281	5 256
% CA	22,8%	16,4%	27,9%	27,8%	27,9%
WACC	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%

(1) Par mesure de prudence, nous avons déduit l'amende réglementaire de 2,45 MMDH des FCF 2022

Scénario de croissance des activités à l'international

- ⇒ Nous maintenons un rythme de croissance modéré des activités à l'international, soit un TCAM du CA entre 1,5 et 2,5% sur la période 2022-2025 ;
- ⇒ La marge d'EBE poursuivrait une légère amélioration portée par le potentiel dont disposent les nouvelles filiales Moov en termes d'optimisation de leur structure des coûts ;
- ⇒ Nous maintenons un ratio CAPEX/CA élevé entre 18 et 20%, en ligne avec la moyenne observée durant la période 2018-2021.

Pour la détermination du taux d'actualisation (WACC) des filiales africaines, nous nous sommes basés sur une exigence des FP (Kcp) de 13,8%. Cette dernière est calculée sur la base de notre sondage réalisé auprès des investisseurs financiers opérant au sein des pays de l'Afrique de l'Ouest.

MAROC TELECOM : FCF GÉNÉRÉS PAR LES ACTIVITÉS À L'INTERNATIONAL 2021-2025

INTERNATIONAL (EN MDH)	2021R	2022E	2023E	2024E	2025E
Chiffre d'affaires	16 912	17 114	17 388	17 736	18 162
Croissance	0,2%	1,2%	1,6%	2,0%	2,4%
EBITDA	7 355	7 496	7 686	7 893	8 155
Marge EBITDA	43,5%	43,8%	44,2%	44,5%	44,9%
CAPEX	2 894	3 423	3 304	3 192	3 269
% CA	17,6%	20,0%	19,0%	18,0%	18,0%
FCF	3 713	3 825	3 443	3 747	3 803
% CA	22,0%	22,3%	19,8%	21,1%	20,9%
Taux d'actualisation	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%

MT : WACC ACTIVITÉS MAROC

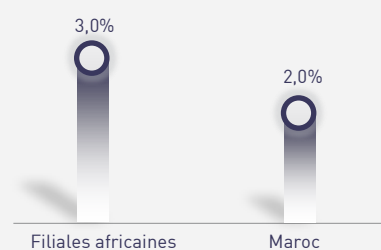
	2022
BDT 10y	2,51%
Beta	0,85
PDR Actions	7,5%
Coût des CP	8,9%
Coût de la Dette ⁽¹⁾	3,1%
WACC	6,30%

(1) Après impôts

MT : STRUCTURE FINANCIÈRE CIBLE



MT : CROISSANCE À L'INFINI



[2] Fiber To The Home

Sources : Communiqué de Presse Maroc Telecom S1 22, Calculs & Estimations AGR

Vers un réajustement baissier de la politique de distribution ?

Un cours fondamental qui ressort à 134 DH, affichant un upside de 11%

Au terme de notre exercice de valorisation de Maroc Telecom, nous avons opté pour la méthode *DCF somme des parties*. Sur la base des nouvelles hypothèses retenues, nous aboutissons à une valeur cible des FP de 118 MMDH équivalente à un cours par Action de 134 DH. Plus en détails :

- La VE des activités au Maroc ressort à 93 MMDH, contribuant aux 2/3 à la valorisation ;
- La VE des activités à l'international s'élève à 46 MMDH, représentant 1/3 de la valorisation ;
- L'endettement net consolidé s'établit à 12,2 MMDH au 30 juin 2022 ;
- La part des minoritaires est estimée à 9,2 MMDH, représentant en moyenne 20% de la VE des filiales à l'international.

Par rapport à un cours en bourse de 121 DH en date du 24/08/2022, le titre présente ainsi un potentiel d'appréciation de 11%.

Le réajustement baissier de la politique de dividende semble se confirmer

Dans un environnement peu favorable à la génération du cash, marqué par : **(a)** des pressions réglementaires croissantes, **(b)** un ralentissement de la croissance des revenus Mobile et **(c)** le maintien d'un effort d'investissement soutenu, nous assistons à un réajustement de la politique de distribution de Maroc Telecom. Durant la période 2019-2021, le payout moyen⁽¹⁾ est passé à 70% contre un niveau historique proche des 100%.

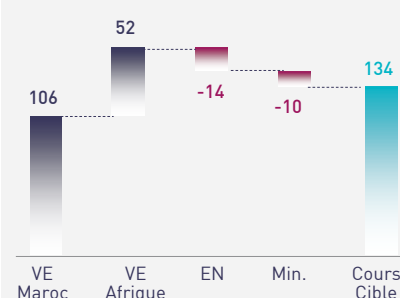
Selon notre scénario, le payout cible⁽¹⁾ de l'opérateur historique se situerait désormais entre 70 et 80% sur la période 2022-2025. Dans ces conditions et tenant compte de la correction du titre en Bourse, le rendement du dividende offert serait toujours attractif. Il s'agit d'un D/Y moyen de 4,5% sur le MT contre 3,5% pour le marché Actions.

Durant la période 2022-2023, nous croyons que Maroc Telecom serait dans une perspective de préservation d'une capacité bénéficiaire récurrente entre 5,8 et 6,0 MMDH. À cet effet, **le niveau de payout adopté serait le principal paramètre en mesure d'impacter le cours du titre en Bourse.**

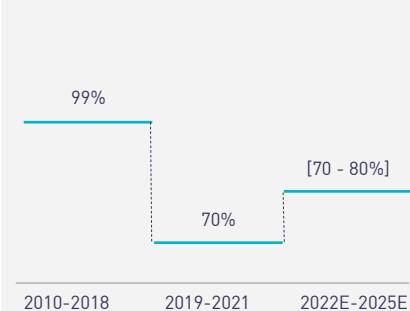
MAROC TELECOM : RÉSULTATS PRÉVISIONNELS CONSOLIDÉS 2021-2023

EN MDH	2020	2021R	2022E	2023E
Chiffre d'affaires	36 769	35 790	35 656	35 933
Croissance	0,7%	-2,7%	-0,4%	0,8%
EBITDA récurrent	19 100	18 589	18 551	18 680
Croissance	0,9%	-2,7%	-0,2%	0,7%
Marge EBE	51,9%	51,9%	52,0%	52,0%
RNPG récurrent	6 001	6 014	5 936	5 977
Croissance	-0,5%	0,2%	-1,3%	0,7%
Marge nette	16,3%	16,8%	16,6%	16,6%
RNPG publié	5 423	6 008	3 486	5 977
Croissance	98,9%	10,8%	-42,0%	71,5%
Marge nette	15%	17%	10%	17%
MULTIPLÉS (DH)	2020	2021R	2022E	2023E
BPA	6,83	6,84	6,75	6,80
P/E	21,2x	20,6x	17,8x	17,7x
DPA	4,01	4,78	5,06	5,44
Payout ⁽¹⁾	59%	70%	75%	80%
D/Y	2,8%	3,4%	4,3%	4,6%

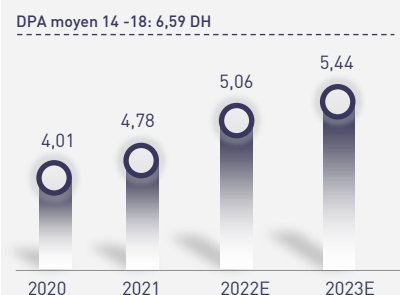
MT : COURS CIBLE PAR ACTION (EN DH)



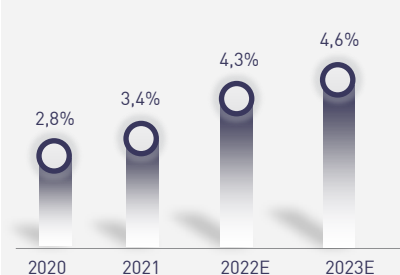
MT : SCÉNARIO DU PAYOUT⁽¹⁾ MOYEN (%)



MT : SCÉNARIO DU DIVIDENDE (DPA)



MT : RENDEMENT DU DIVIDENDE (D/Y)



Le D/Y est calculé sur la base des cours fin de période

[1] Payout calculé sur la base de la capacité bénéficiaire récurrente

Sources : Communiqué de Presse Maroc Telecom S1 22, Calculs & Estimations AGR



ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

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

MANAGER

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

SENIOR ASSOCIATE

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

ASSOCIATE

Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

MANAGER

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

ASSOCIATE

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

INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

SENIOR ANALYST

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

FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djadjo
+237 681 77 89 40
u.djadjo@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Yves André Angaman
+225 07 49 24 60 35
yves.angaman@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

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

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

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 54 42 98
t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

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

BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane
+225 29 318 965
h.benromdhane@attijaribank.com.tn

CEMAC - CAMEROUN

Felix Dikosso
+237 651 23 51 15
f.dikosso@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

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

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

Loubaba Alaoui Mdaghri
+212 6 47 47 48 34
l.alaouim@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

Atef Gabsi
+216 71 80 29 22
gabsi.atef@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 particulièrement 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 Egypte. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

