

# RESEARCH REPORT

EQUITY

MAI  
2023

## MAROC TELECOM : UNE CORRECTION DISPROPORTIONNÉE EN BOURSE

- 03 | Des résultats conformes aux prévisions, un DPA en dessous des attentes
- 04 | Un contexte général qui pèse sur la génération du Cash
- 05 | Un contexte boursier imposant de nouveaux standards de valorisation
- 06 | Synthèse des hypothèses de valorisation
- 07 | Un D/Y cible attractif soutenu par la forte correction du titre en Bourse



Attijari  
Global Research

### ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	26/08/2022
Ancien cours objectif	134 DH

### MAROC TELECOM

Secteur	TELECOMS
Reuters	IAM.CS
Bloomberg	IAM MC

### 104 DH

Actuel	76 DH
Potentiel	37%
Horizon	18 Mois

## EXECUTIVE SUMMARY

En marge de la publication des réalisations annuelles 2022 du Groupe Maroc Telecom et sur la base de notre échange avec le Management en date du 11 avril 2023, nous avons procédé à l'actualisation de notre analyse ainsi que de notre valorisation du titre.

Au-delà des tensions inflationnistes qui pèsent sur le profil de croissance du secteur, nous croyons que le contexte réglementaire demeure le principal risque auquel le Groupe Maroc Telecom fait face. Concrètement, nous relevons des décisions d'amendes plus fréquentes, des pressions fiscales plus visibles et une forte agressivité sur les prix de la part des challengers.

D'un point de vue fondamental, nous restons convaincus que la forte correction du titre en Bourse est disproportionnée par rapport à ce nouveau contexte réglementaire. Sur la base de nos hypothèses de valorisation, le cours objectif du titre ressort à 104 DH offrant un potentiel de hausse en Bourse de 37%<sup>(1)</sup>. Au final, **nous maintenons notre recommandation d'ACHAT**.

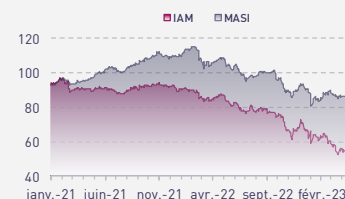
Les principales conclusions de notre analyse s'articulent autour de quatre points :

- L'intensification de la concurrence au Maroc est soutenue par un cadre réglementaire plus strict vis-à-vis de l'opérateur historique, à savoir : (1) Une marge de manœuvre relativement limitée au niveau des Offres & Promotions concernant les illimités Data Mobile, ADSL & équipements FTTH, (2) Un encadrement strict des Offres spécifiques B2B et enfin, (3) Un maintien de l'asymétrie tarifaire en faveur des concurrents ;
- L'opérateur historique devrait continuer à déployer des efforts supplémentaires afin de défendre ses PDM dans un contexte concurrentiel et réglementaire moins favorable. Le ratio CAPEX/CA se situerait à des niveaux élevés de 18,4% sur la période 2023-2026. Un tel scénario exercerait des pressions sur les niveaux de distribution futurs ;
- L'évolution du cadre réglementaire semble impacter de manière visible le profil risque de Maroc Telecom. Cette nouvelle donne se traduit par une reconfiguration du beta du titre qui passe de 0,85 historiquement à 1,04 en 2023. Dans ces conditions, le titre Maroc Telecom est pénalisé davantage par la hausse de son taux d'actualisation plutôt que par la dégradation de ses cash-flows futurs. Le WACC du titre ressort désormais à 8,7% contre 6,3% en 2022. Cette hausse impacte davantage les valeurs de *rendement* à faible *profil de croissance* à l'image de Maroc Telecom ;
- Après une correction agressive en Bourse de -42%<sup>(1)</sup> sur les 12 derniers mois, le titre présente des points d'entrée attractifs pour les investisseurs. Il s'agit d'une part, d'un P/E moyen de 11,6x contre un niveau cible de 16,0x pour le marché Actions marocain et d'autre part, d'un rendement de dividende autour des 6,0% sur la période 2023-2025.

### 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	-10,5	-22,9	-42,3
MASI	-0,4	-2,1	-20,2

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
Maroc Telecom	4,0	10,5	12,5
MASI	115	93	111

Capitalisation	Au 08/05/2023
En MDH	66.908
En M\$	6.129

Cours arrêtés au 08/05/2023

[1] Sur la base du cours du 08/05/2023, soit 76 DH

## DES RÉSULTATS CONFORMES AUX PRÉVISIONS..., UN DPA EN DESSOUS DES ATTENTES

Sans grande surprise, les réalisations opérationnelles 2022R de Maroc Telecom ressortent en légère baisse, en ligne avec notre scénario de croissance 2022E communiqué en août dernier. Les taux de réalisation 2022 par rapport à nos prévisions initiales sont autour des 100% pour le CA, l'EBE et le RNPG récurrent.

### Maroc : Une baisse des revenus compensée en partie par la Data Fixe

En 2022, Maroc Telecom accuse un repli de -1,8% de ses revenus au Maroc pour s'établir à 19.546 MDH. Cette contre performance s'explique par une baisse de -3,9% du Mobile qui a été partiellement compensée par la dynamique de la Data Fixe. Celle-ci affiche un CA en hausse de 6,7% à 4.007 MDH, soutenue par l'expansion du parc FTTH (Fiber to the Home) de 44% par rapport à 2021.

### Afrique : Une dynamique positive de la Data Mobile

Au terme de l'exercice 2022, les revenus à l'international progressent de 2,0% à 17.242 MDH, représentant 48% du CA consolidé. Comme prévu, ce niveau de croissance est soutenu par la bonne dynamique du segment Data Mobile qui enregistre une hausse de +28% sur la même période. Cette activité a pu contrebalancer la baisse continue des terminaisons d'appel (TA) dont la tendance semble s'installer à MT sur les marchés africains. Corrigé des baisses des TA, le CA à l'international ressort en croissance de 2,3%.

À titre d'exemple, la TA Mobile au Gabon devrait évoluer de 7 FCFA/min en 2022 à 5 FCFA/min en 2023E. En Côte d'Ivoire, la TA Mobile est passée de 5 FCFA/min en 2021 à 3 FCFA/min en 2022, puis à 2 FCFA/min en 2023E, soit des baisses respectives de -40% et de -33%.

### Une préservation des marges dans un contexte réglementaire moins favorable

Dans un environnement concurrentiel marqué par une pression sur les prix, Maroc Telecom arrive tout de même à préserver sa profitabilité à travers une marge d'EBE consolidée autour des 52%. À l'origine, l'expertise déjà prouvée du Management en termes d'optimisation de ses charges opérationnelles tant au Maroc qu'à l'international.

### Un DPA pénalisé par les facteurs non-opérationnels

La génération du cash a été impactée par deux facteurs à caractère non-opérationnel. D'une part, l'astreinte de 2,45 MMDH infligée par le régulateur au Maroc suite au litige concernant le dégroupage de la boucle locale. D'une autre part, un contrôle fiscal d'un montant de 618 MDH.

Dans ces conditions, la capacité bénéficiaire affichée de l'opérateur se dégrade de -3,2 MMDH, passant de 6,0 MMDH en 2021 à 2,8 MMDH en 2022. Sur la base d'un payout de 70%, le DPA 2022 ressort à son plus bas niveau historique, soit de 2,19 DH.

### MAROC TELECOM: RÉSULTATS 2022R VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2022E

EN MDH	2021	2022	VAR	AGR 22E	VAR 22E	TR 2022 <sup>(1)</sup>
CA Consolidé	35 790	35 731	-0,2%	35 656	-0,4%	100%
CA Net Maroc	19 906	19 546	-1,8%	19 566	-1,7%	100%
Mobile	12 270	11 789	-3,9%	11 699	-4,7%	101%
Fixe & Internet	9 474	9 565	1,0%	9 569	1,0%	100%
Dont Data Fixe	3 754	4 007	6,7%	4 017	7,0%	100%
CA Net International	16 912	17 242	2,0%	17 114	1,2%	101%
EBITDA publié	18 589	18 464	-0,7%	18 551	-0,2%	100%
Marge EBE	51,9%	51,7%	-0,2 pt	52,0%	+0,1 pt	
EBITA ajusté <sup>(2)</sup>	11 586	11 468	-1,0%	11 210	-3,2%	102%
Marge EBIT	32,4%	32,1%	-0,3 pt	31,4%	-0,1 pt	
EBITA publié	11 573	8 987	-22,3%	8 760	-24,3%	103%
Marge EBIT	32,3%	25,2%	-7,1 pts	24,6%	-7,7 pts	
RNPG ajusté <sup>(2)</sup>	6 014	5 820	-3,2%	5 936	-1,3%	98%
Marge nette	16,8%	16,3%	-0,5 pt	16,6%	-0,2 pt	
RNPG publié	6 008	2 750	-54,2%	3 486	-42,0%	79%
Marge nette	16,8%	7,7%	-9,1 pts	9,8%	-7,0 pts	

(1) Résultats 2022 versus prévisions AGR 2022

(2) Ajusté de l'amende imposée par l'ANRT pour un montant de 2,45 MMDH et du contrôle fiscal de 618 MDH



## UN CONTEXTE GÉNÉRAL QUI PÈSE SUR LA GÉNÉRATION DU CASH

### Un contexte inflationniste qui pèse sur la croissance des revenus Mobile

Nous croyons que la persistance des tensions inflationnistes au Maroc devrait continuer à peser sur le rythme de croissance des revenus du Mobile. Au Maroc, l'inflation est ressortie à 8,4% en glissement annuel en 2022 avant de toucher un plus haut de 35 ans en février 2023 à 10,1%.

Avec une proportion élevée de la composante alimentaire dans le panier des ménages au Maroc (soit près du 1/3) et compte tenu que 90% du parc Mobile est représenté par le segment du « prépayé », les utilisateurs seraient amenés à réaliser des arbitrages de consommation aux dépens des dépenses Mobile. Durant les périodes inflationnistes, impactant les produits alimentaires, nous relevons que le premier poste d'arbitrage des ménages est les dépenses en télécommunication.

### Un contexte concurrentiel et réglementaire plus contraignant

Nous pensons que la baisse sensible du CA des activités Mobile Maroc de -3,9% est liée à la fois à une intensification de la concurrence et un cadre réglementaire plus strict depuis fin 2020. Ainsi, Maroc Telecom fait face à plusieurs contraintes. Il s'agit : (1) d'une marge de manœuvre limitée par rapport aux concurrents au niveau des Offres & Promotions relatives aux illimités Data Mobile, ADSL & équipements FTTH, (2) d'un encadrement nettement plus strict des Offres spécifiques B2B et enfin, (3) du maintien de l'asymétrie tarifaire en faveur des concurrents.

Parallèlement, le pouvoir de sanction fait désormais partie des risques inhérents au secteur marocain des télécoms. En effet, le Groupe écope de sa 2<sup>ème</sup> amende en l'espace de 3 années. Il s'agit d'une astreinte de 2,45 MMDH suite au non respect de la réglementation régissant le dégroupage de la boucle locale. Celle-ci intervient après une amende de 3,3 MMDH en janvier 2020 pour abus de position dominante sur l'activité Fixe Maroc.

### Une capacité de distribution de cash sous pression

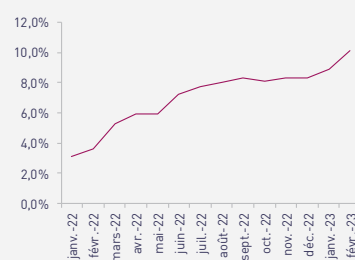
Le ratio CAPEX/CA du Groupe se situe au niveau de la fourchette haute de son benchmark international, soit autour des 17% sur la période 2018-2022. Selon nous, l'opérateur historique devrait continuer à déployer des efforts supplémentaires afin de défendre ses PDM dans un contexte concurrentiel et réglementaire moins favorable. Un tel scénario se traduirait par un CAPEX/CA de 20% en 2023 et d'une moyenne de 18% sur le MT. Dans ces conditions, le taux de distribution des bénéfices serait ramené désormais à 70% contre un niveau historique de 100%.

### Actualisation de nos prévisions de croissance

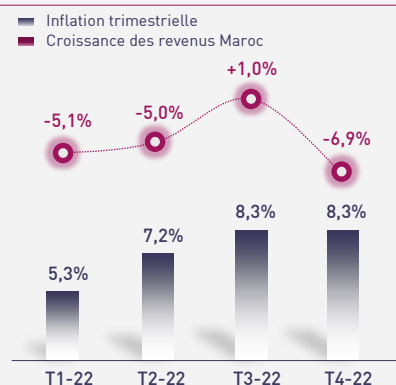
#### Hypothèses d'exploitation :

- ⇒ **Mobile Maroc** : Cette activité évolue dans un contexte défavorable ne lui permettant pas de renouer avec une croissance positive sur la période 2023-2025. À CT, l'inflation devrait peser sur les dépenses en télécommunication des ménages. Sur le MT, les contraintes réglementaires et concurrentielles devraient continuer à exercer des pressions sur les PDM de l'opérateur ;
- ⇒ **Marge EBE** : La baisse structurelle des TA au sein des marchés africains et la marge de manœuvre dont dispose le Management en termes de maîtrise des coûts, favorisent le scénario d'une marge d'EBE au-dessus des 50% sur le MT ;
- ⇒ **Amende Mali** : Par mesure de prudence nous avons déduit l'amende imposée à Sotelma, filiale détenue à 51% par Maroc Telecom au Mali, de la capacité de génération du cash du Groupe en 2023E. Il s'agirait d'un montant global de 476 MDH représentant selon nos estimations 15% du cash-flow libre d'exploitation généré par les filiales à l'international en 2023E.

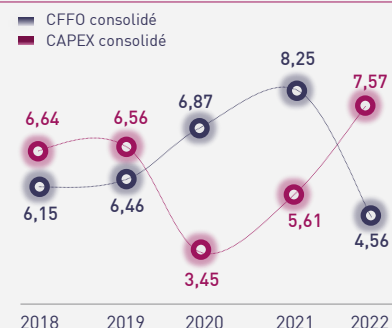
### MAROC: INFLATION GLISSANTE



### MAROC: INFLATION VS. CA MOBILE

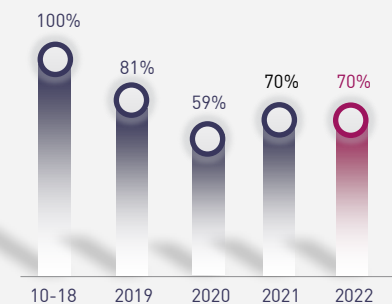


### MT: CFFO<sup>(1)</sup> Vs CAPEX (MMDH)



(1) Flux de trésorerie disponible hors activités investissements

### MT: ÉVOLUTION DU PAYOUT<sup>(2)</sup>



(2) Sur la base des résultats consolidés ajustés

## UN CONTEXTE BOURSIER IMPOSANT DE NOUVEAUX STANDARDS DE VALORISATION

Le titre Maroc Telecom serait pénalisé davantage par une hausse de son taux d'actualisation en Bourse plutôt que par la dégradation de ses cash-flow futurs. Plusieurs éléments plaident pour ce constat : (1) Un retournement haussier et durable des Taux obligataires, (2) Un relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs et (3) Un changement du profil risque sous l'effet du nouveau contexte réglementaire.

Dans ce contexte, le WACC du titre ressort à un plus haut historique de 8,69% en hausse de 242 PBS par rapport à 2022. Ce relèvement du taux d'actualisation impacte davantage les valeurs de « rendement » à faible « profil de croissance » à l'image de Maroc Telecom.

### Un retournement agressif des Taux obligataires (Rf)

Le changement de cap de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib conjugué aux anticipations inflationnistes des investisseurs sur le MT ont induit une accélération durable de la hausse des Taux au Maroc.

Le BDT-10 ans, utilisé dans les modèles de valorisation des Actions, est passé de 2,51% en août 2022 à 4,50% en mars 2023, soit une appréciation de près de 200 PBS.

### Un relèvement des exigences de rentabilité des investisseurs (PDR Actions)

Dans le contexte économique actuel, les Actions perdent clairement en attractivité vis-à-vis des obligations (Cf. AGR House View Janvier 23). Cette situation se traduit clairement sur l'AGR PDR par sondage qui passe d'un plus bas de 5,5% en mai 2021 à 8,0% en 2023 (Cf. Prime de risque).

### Un changement du profil risque sous l'effet du cadre réglementaire (Beta)

Historiquement, Maroc Telecom était perçu comme un titre « résilient » en Bourse grâce notamment à son aptitude à préserver sa capacité bénéficiaire et son dividende. Ainsi, le titre affichait un Beta défensif variant entre 0,8 et 0,9 sur la période 2017-2022.

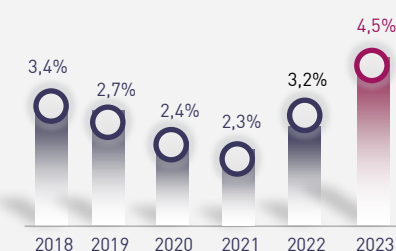
L'évolution du cadre réglementaire, à travers un risque de sanction qui est désormais une partie intégrante du secteur, semble impacter de manière visible le profil risque de l'opérateur historique. Cette nouvelle donne se traduit par un beta du titre Maroc Telecom de 1,04 contre 0,85 historiquement.

### MT : ÉVOLUTION DU WACC

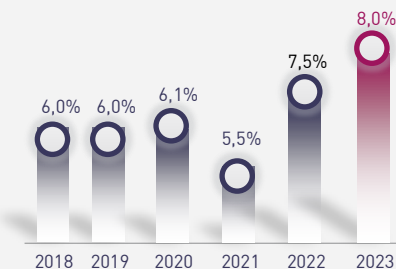
	2022	2023	Var (PBS)
BDT 10y	2,51%	4,50%	+199
Beta	0,85	1,04	+19
PDR Actions	7,5%	8,0%	+50
Coût des CP	8,9%	12,8%	+390
Coût de la Dette <sup>(1)</sup>	3,1%	3,6%	+50
<b>WACC</b>	<b>6,27%</b>	<b>8,69%</b>	<b>+242</b>

(1) Après impôts

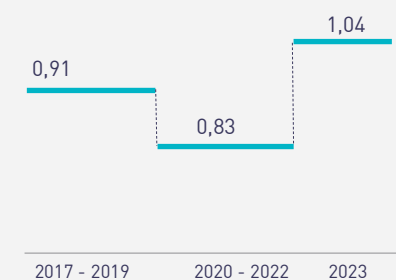
### MAROC : ÉVOLUTION DU BDT-10 ANS



### MAROC : ÉVOLUTION DE LA PDR ACTIONS



### TITRE MT: ÉVOLUTION DU BETA 1 AN<sup>(2)</sup>



(2) Moyenne utilisée lors des exercices de valorisation

## SYNTHÈSE DES HYPOTHÈSES DE VALORISATION

### Scénario de croissance des activités au Maroc

- ⇒ Nous maintenons une tendance baissière de l'activité Mobile au Maroc durant la période 2023-2026, sous l'effet des pressions inflationnistes et réglementaires. Il s'agit d'un TCAM du CA de -1,0% ;
- ⇒ Nous retenons un TCAM positif de l'activité Fixe de +2,5% soutenu par la dynamique du segment FTTH (Fiber to the Home) ;
- ⇒ Le Groupe est en mesure de défendre une marge d'EBE autour des 56,0% sur le MT en raison de sa capacité déjà prouvée à maîtriser ses coûts ;
- ⇒ Nous optons pour un ratio moyen CAPEX/CA de 17% durant la période prévisionnelle 2023-2026 en raison des efforts supplémentaires exigés par le nouveau contexte réglementaire et concurrentiel.

### MAROC TELECOM: FCF GÉNÉRÉS PAR LES ACTIVITÉS AU MAROC 2023-2026

MAROC (EN MDH)	2022R	2023	2024	2025	2026
Chiffre d'affaires	19 546	19 058	18 724	18 567	18 524
Croissance	-1,8%	-2,5%	-1,8%	-0,8%	-0,2%
Mobile	-3,9%	-7,2%	-4,5%	-4,0%	-3,0%
Fixe	0,9%	1,0%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	10 974	10 730	10 560	10 435	10 373
Marge EBITDA	56,1%	56,3%	56,4%	56,2%	56,0%
CAPEX	3 183	3 430	3 089	3 064	3 056
% CA	16,3%	18,0%	16,5%	16,5%	16,5%
FCF	2 137 <sup>(1)</sup>	4 809	5 064	5 048	5 044
% CA	10,9%	25,2%	27,0%	27,2%	27,2%
WACC adopté	6,27%	8,69%	8,69%	8,69%	8,69%

(1) Dont une amende réglementaire de 2,45 MMDH

### 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 autour des 2,3% sur la période 2023-2026 ;
- ⇒ La marge d'EBE poursuivrait une légère amélioration, d'en moyenne 0,3 pt par an sur la période étudiée, portée par le potentiel dont disposent les nouvelles filiales Moov en termes d'optimisation de leur structure des charges ;
- ⇒ Nous maintenons un ratio CAPEX/CA moyen de 18,9% sur la période 2023-2026 contre une moyenne de 20,3% durant la période 2017-2021.

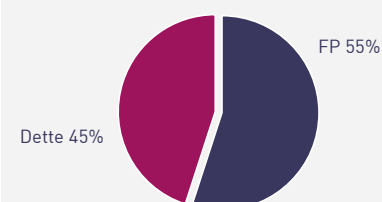
Pour la détermination du taux d'actualisation des filiales africaines, nous nous sommes basés sur une exigence des FP (Kcp) de 13,3%. Cette dernière est calculée sur la base de notre sondage réalisé auprès des investisseurs étrangers opérant au sein de l'Afrique Centrale.

### MAROC TELECOM: FCF GÉNÉRÉS PAR LES ACTIVITÉS À L'INTERNATIONAL 2023-2026

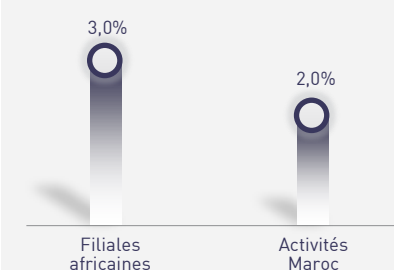
INTERNATIONAL (EN MDH)	2022R	2023	2024	2025	2026
Chiffre d'affaires	17 242	17 621	18 044	18 495	18 958
Croissance	2,0%	2,2%	2,4%	2,5%	2,5%
EBITDA	7 518	7 736	7 976	8 231	8 494
Marge EBITDA	43,6%	43,9%	44,2%	44,5%	44,8%
CAPEX	4 388	3 524	3 338	3 422	3 507
% CA	25,4%	20,0%	18,5%	18,5%	18,5%
FCF	-893	2 689 <sup>(2)</sup>	3 624	3 826	3 837
% CA	NS	15,3%	20,1%	20,7%	20,2%
Taux d'actualisation	9,88%	9,84%	9,84%	9,84%	9,84%

(2) Par mesure de prudence, nous avons déduit des FCF 2023 l'amende infligée à Sotelma de 476 MDH

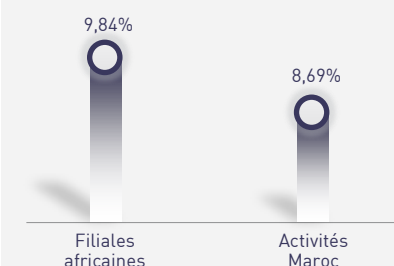
### MT : STRUCTURE FINANCIÈRE CIBLE



### MT : CROISSANCE À LT



### MT : WACC ADOPTÉ



## UN D/Y CIBLE ATTRACTIF SOUTENU PAR LA FORTE CORRECTION DU TITRE EN BOURSE

### Un cours cible de 104 DH, affichant potentiel haussier de 37%

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 des FP de 92 MMDH équivalente à un cours par Action de 104 DH. Plus en détails :

- La VE des activités au Maroc ressort à 70 MMDH, contribuant à 60% de la valeur cible ;
- La VE des activités à l'international s'élève à 47 MMDH, représentant 40% de la valeur cible ;
- L'endettement net consolidé s'établit à 16,4 MMDH à fin 2022 ;
- La valeur revenant aux minoritaires est estimée à 9,4 MMDH, représentant en moyenne 20% de la VE des filiales à l'international.

Par rapport à un cours en Bourse de 76 DH en date du 08/05/2023, le titre présente ainsi un upside de 37% sur le MT.

### Le réajustement baissier du payout semble se confirmer

Dans un environnement peu favorable à la génération du cash, marqué par : (1) des pressions réglementaires visibles, (2) un affaiblissement de la croissance des revenus Mobile au Maroc et (3) le maintien d'un effort d'investissement soutenu, nous assistons à un réajustement baissier de la politique de distribution de Maroc Telecom. Depuis 2019, le payout moyen est passé à 61% contre un niveau historique autour des 100%.

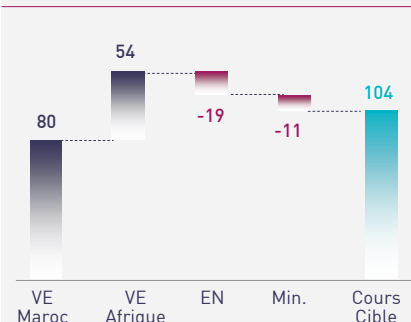
Selon notre scénario, le payout cible de l'opérateur historique se situerait désormais autour des 70% sur la période 2023-2026. Néanmoins, la forte correction du titre en Bourse améliore son rendement du dividende ressort autour des 6,0% sur la période étudiée.

Durant la période 2023-2026, nous croyons que l'opérateur historique serait davantage dans une perspective de préservation d'une capacité bénéficiaire récurrente entre 5,7 et 6,0 MMDH. À cet effet, le rendement de dividende offert serait le principal « driver » de l'évolution du titre en Bourse.

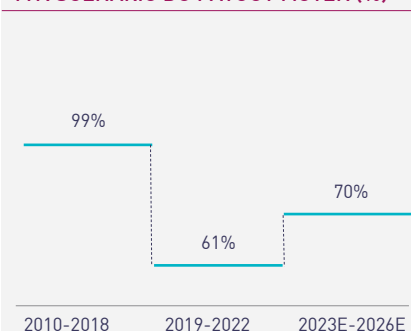
### MAROC TELECOM: RÉSULTATS PRÉVISIONNELS CONSOLIDÉS 2023-2026

EN MDH	2022R	2023	2024	2025	2026
<b>Chiffre d'affaires</b>	35 731	35 625	35 712	35 997	36 404
Croissance	-0,2%	-0,3%	0,2%	0,8%	1,1%
<b>EBITDA récurrent</b>	18 492	18 466	18 536	18 666	18 867
Croissance	-0,5%	-0,1%	0,4%	0,7%	1,1%
Marge EBE	51,8%	51,8%	51,9%	51,9%	51,8%
<b>RNPG récurrent</b>	5 820	5 749	5 728	5 809	5 911
Croissance	-3,2%	-1,2%	-0,4%	1,4%	1,8%
Marge nette	16,3%	16,1%	16,0%	16,1%	16,2%
<b>RNPG publié</b>	2 750	5 407	5 728	5 809	5 911
Croissance	-54,2%	96,6%	5,9%	1,4%	1,8%
Marge nette	7,7%	16,1%	16,0%	16,1%	16,2%
<b>MULTIPLES</b>	<b>2022R</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
BPA	6,62	6,54	6,52	6,61	6,72
P/E récurrent	14,3x	11,6x	11,7x	11,5x	11,3x
DPA	2,19	4,58	4,56	4,63	4,71
D/Y	2,3%	6,0%	6,0%	6,1%	6,2%

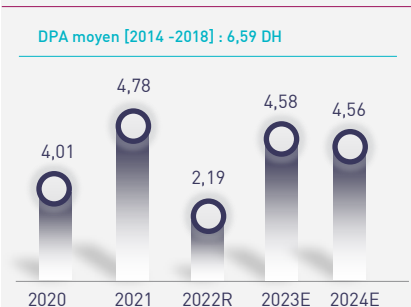
### MT: COURS CIBLE PAR ACTION (DH)



### MT: SCÉNARIO DU PAYOUT MOYEN (%)



### MT: SCÉNARIO DU DIVIDENDE (DPA)



### MT: D/Y<sup>(1)</sup> VS. P/E(x) RÉCURRENT



(1) Le D/Y est calculé sur la base du cours au 08/05/2023

## 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  
+216 71 10 89 00  
h.benromdhane@attijaribank.com.tn

### CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe  
+237 67 41 19 567  
e.pouhe@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  
+20 127 755 90 13  
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  
+33 6 19 92 44 09  
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'exhaustivité 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.

