

# RESEARCH REPORT

EQUITY

OCTOBRE  
2024



بنك اوكريم

## POINT D'ANALYSE: OPV CRÉDIT DU MAROC

- 03 | OPV Crédit du Maroc, une opération de taille considérable...
- 03 | ... permettant de résoudre deux facteurs de blocage historiques
- 04 | Un potentiel de croissance libéré suite au changement de l'Actionnaire
- 05 | Des valorisations en nette amélioration grâce à la « Qualité » de la croissance
- 05 | Une marge de manœuvre attractive en termes de dividende



Attijari  
Global Research

## OPV CRÉDIT DU MAROC - RECOMMANDATION - SOUSCRIRE

COURS OBJECTIF | 1.100 DH

POTENTIEL | +30%

## EXECUTIVE SUMMARY

Après le rachat de Crédit du Maroc par le Groupe Holmarcom en 2022, auprès du Crédit Agricole France, le nouvel Actionnaire de référence lance une Offre Publique de Vente de 11,3% du capital. Il s'agit d'une opération de taille importante d'un montant global de 1,0 MMDH.

Sur la base de notre propre analyse et nos échanges avec le Top-Management et l'Actionnaire de Référence, **nous recommandons aux investisseurs de SOUSCRIRE à cette opération.** *Selon nos projections, le titre offre un potentiel d'appréciation en Bourse de +30% par rapport au prix de l'OPV de 850 DH.* Il s'agit d'un cours objectif de 1.100 DH calculé sur la base du P/E(x) normatif du secteur bancaire de 14,8x observé au cours des 3 dernières années et de la nouvelle capacité bénéficiaire de CDM à compter de 2026E.

Notre avis favorable repose sur les arguments suivants :

- (1) Cette OPV permettrait à CDM de surmonter une contrainte historique, relative à l'illiquidité de son titre. Celle-ci a considérablement réduit l'attractivité de la valeur CDM en Bourse. Avec le doublement de son capital flottant de 11% à 22%, le titre présenterait désormais des niveaux de liquidité plus « acceptables » aux yeux des investisseurs ;
- (2) Cette opération constitue une réelle occasion pour CDM afin de marquer sa rupture avec le passé. En effet, le Groupe a communiqué autour d'une nouvelle vision ambitieuse qui consiste à redynamiser l'ensemble de ses activités. À titre d'exemple, nous assisterons sur la période 2024E-2026E à un effet de rattrapage visible au niveau de la croissance des crédits dont la PDM demeure relativement faible autour des 4,0% en 2023 ;
- (3) Tenant compte d'un TCAM du PNB de +8,8% sur 2023-2026E selon nos prévisions, CDM serait en mesure d'achever un rythme de progression deux fois plus rapide de son RNPG, soit un TCAM de +17,2% durant la même période. À cet effet, la capacité bénéficiaire de la banque franchirait selon nous le cap des 800 MDH à horizon 2026E contre une moyenne historique de 378 MDH<sup>(1)</sup>. Ce scénario tient compte d'une amélioration continue du COEX à l'image de la tendance du secteur et d'un Taux de CDR normatif entre 60 et 70 PBS sur la même période ;
- (4) En raison de son « illiquidité », les niveaux de valorisation historiques du titre sont peu significatifs. Par conséquent, ces derniers ne peuvent constituer une référence pour le futur. Tenant compte de nos projections en 2026E, le P/E induit du titre ressort à 11,4x contre 14,6x pour le secteur bancaire en 2024E. Parallèlement, CDM devrait se rapprocher de la rentabilité des Fonds Propres du secteur bancaire, soit un ROE normatif entre 11 et 12%. Ce constat atteste du potentiel de hausse dont dispose le titre CDM en Bourse ;
- (5) Le dividende constitue un avantage compétitif du titre CDM. Avec un payout cible de 62% selon nos estimations contre 75% pour le secteur bancaire, CDM dispose d'une marge de manœuvre intéressante afin de surprendre positivement le marché à l'avenir. À titre indicatif, un relèvement du payout à 70% ou à 80% induirait des D/Y 26E respectifs de 6,1% et de 7,1%. Des niveaux de rendement deux fois supérieurs à la moyenne du secteur bancaire coté ;
- (6) La composante RH demeure cruciale, surtout pour le cas d'une banque qui ambitionne de marquer une rupture avec le passé en se lançant dans une nouvelle dynamique de croissance et de gain de PDM. À cet effet, le Top-Management nous a confirmé qu'un travail de fond à été mené depuis 2022. L'objectif étant de mettre en place une nouvelle organisation et un dispositif permettant de porter efficacement cette vision.

Attijari Global Research

Equipe Recherche

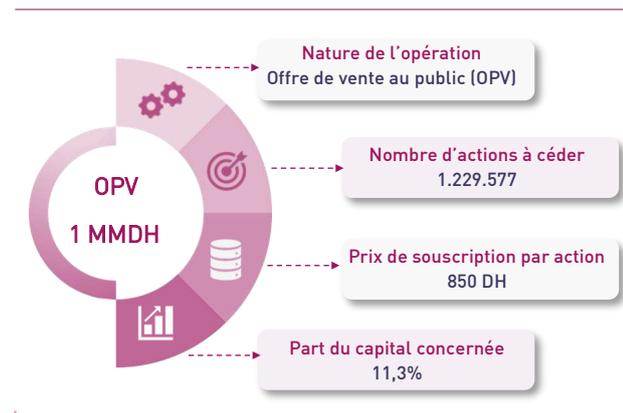
(1) Moyenne des bénéfices durant la période 2013-2023 ; Multiples boursiers du titre CDM calculés sur la base du cours de l'OPV

## OPV CRÉDIT DU MAROC, UNE OPÉRATION DE TAILLE CONSIDÉRABLE...

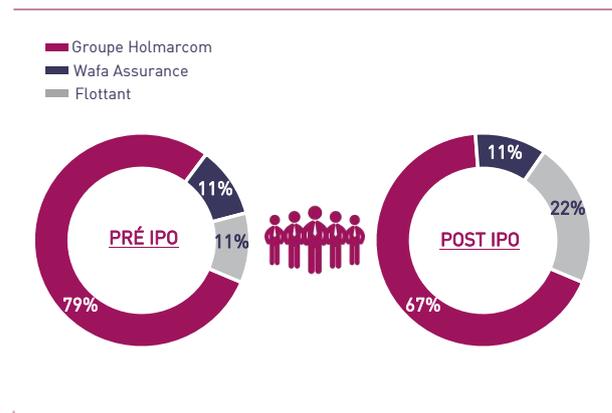
En marge de l'opération de rachat de 79% du capital de Crédit Du Maroc (CDM) par le Groupe Holmarcom auprès du Crédit Agricole France en 2022, le nouvel Actionnaire de référence lance une Offre Publique de Vente à hauteur de 11,3% du capital. Ainsi, le capital flottant en Bourse sera doublé passant à 22% post-OPV contre 11% initialement.

Cette nouvelle opération sera réalisée via la cession de 1.229.577 Actions pour un montant de 1,0 MMDH, structurée en trois tranches. La 1<sup>ère</sup> porte sur un montant de 655 MDH au prorata de la Demande avec une souscription minimum de 3,0 MDH, soit 3.529 Actions. La 2<sup>ème</sup> tranche porte sur une Offre de 328 MDH sans aucun minimum avec une 1<sup>ère</sup> allocation à hauteur de 50 Actions et une 2<sup>ème</sup> allocation au prorata de l'excédent de la Demande. Ces deux premières tranches seront cédées au prix unitaire de 850 DH par rapport à un cours de 927 DH en date du 25 octobre 2024. La 3<sup>ème</sup> tranche est réservée aux salariés de la banque et de ses filiales à hauteur de 50 MDH sur la base d'un prix de 680 DH et un lock-up de 3 ans. Il s'agit d'une décote de 20% par rapport au prix de vente au public.

### CDM : CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'OPV



### CDM : ÉVOLUTION DE L'ACTIONNARIAT POST OPV



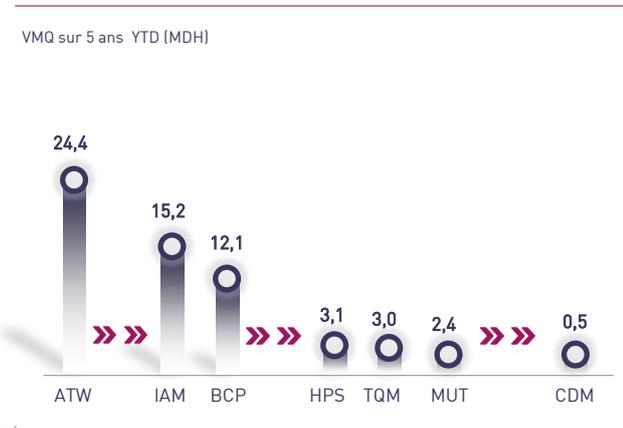
## ... PERMETTANT DE RÉSOUDRE DEUX FACTEURS DE BLOCAGE HISTORIQUES DES INVESTISSEURS EN BOURSE

Historiquement, le titre CDM a été pénalisé par deux contraintes majeures qui réduisaient son attractivité en Bourse. La soutenabilité d'une telle situation a fait basculer CDM dans la catégorie des valeurs « délaissées » par les investisseurs. Il s'agit principalement :

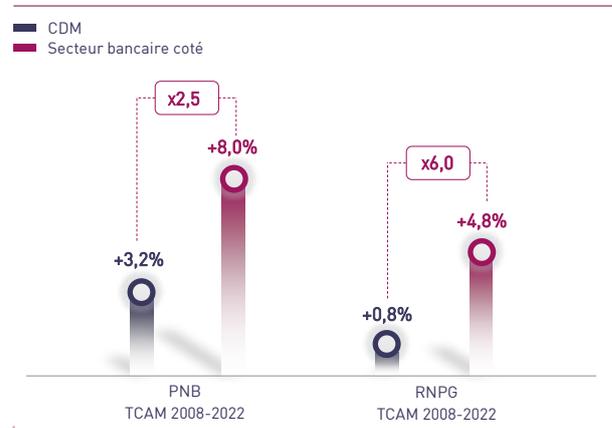
- (1) D'une « illiquidité » élevée à travers un Volume Moyen Quotidien en deçà des 0,5 MDH durant les 5 dernières années. À titre indicatif, ce VMQ est largement décalé par rapport aux niveaux affichés par les valeurs de l'AGR-30<sup>(1)</sup>. Une telle « illiquidité » dissuade à la fois les investisseurs et les analystes financiers pour intégrer le titre CDM dans leur scope de couverture ;
- (2) D'une stratégie de développement peu ambitieuse de la part de l'ancien Actionnaire de Référence. Un constat qui se reflétait sur le profil de croissance LT du PNB et du RNPG de la banque à travers des TCAM<sup>(2)</sup> de +3,2% et de +0,8% respectivement. Des niveaux de croissance largement décalés par rapport à la dynamique du secteur bancaire marocain sur la période 2008-2022. L'absence d'une véritable histoire de croissance a contribué à réduire l'intérêt des investisseurs envers le titre CDM.

Cette opération constitue selon nous, une réelle opportunité pour CDM lui permettant à la fois : (1) d'améliorer la liquidité de son titre en Bourse, (2) de marquer une rupture avec le passé en présentant ses nouvelles ambitions de croissance, (3) d'intégrer les stratégies de placement des gérants de fonds et l'univers de couverture des analystes financiers.

### CDM : POSITIONNEMENT DU VMQ DU TITRE DANS L'AGR-30



### CDM : PROFIL DE CROISSANCE 15 ANS (2008-2022)



(1) Univers investissable AGR composé de 30 valeurs , (2) TCAM sur la période 2008-2022

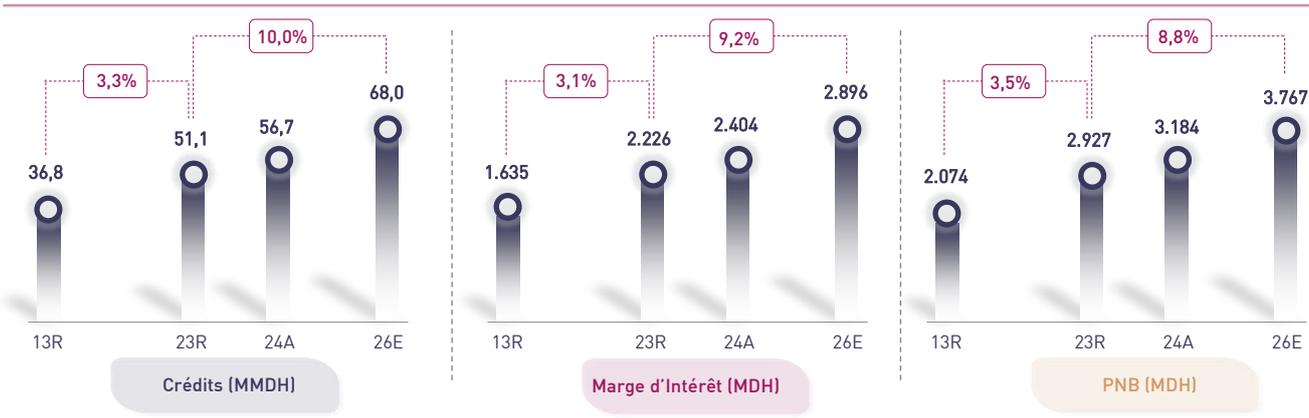
Sources : Prospectus d'informations CDM, BVC, Calculs & Estimations AGR

## UN POTENTIEL DE CROISSANCE LIBÉRÉ SUITE AU CHANGEMENT DE L'ACTIONNAIRE DE RÉFÉRENCE

À l'analyse de l'évolution des principaux indicateurs d'activité de CDM, force est de constater une rupture avec le profil de croissance affiché au cours de la dernière décennie (2013-2023). Ce constat reflète la vision du nouvel Actionnaire qui ambitionne d'insuffler à CDM un nouveau dynamisme lui permettant de mieux se repositionner au sein du secteur bancaire marocain :

- (1) **Crédits bancaires** : Avec des PDM de seulement 3,1% dans le crédit équipement, 3,2% dans le crédit habitat et 1,4% dans le leasing, CDM serait en mesure de multiplier par 3 son rythme de croissance passant d'un TCAM de +3,3% sur 2013-2023 à +10,0% durant la période 2023-2026E. Un scénario conservateur qui préserve la qualité du couple « *risque-rentabilité* » ;
- (2) **PNB** : Porté principalement par un effet de rattrapage de l'activité crédits et le développement des activités de marché, le PNB devrait enregistrer une hausse soutenue d'en moyenne +8,8% par an sur la période 2023-2026E contre un TCAM de seulement +3,5% durant la phase 2013-2023. Selon nos projections, la Marge d'Intérêt maintiendrait une contribution élevée dans le PNB, soit une moyenne de 76% sur la période 2024E-2026E contre 65% pour le secteur coté.

### CDM : PROFIL DE CROISSANCE DES PRINCIPAUX INDICATEURS D'ACTIVITÉ (TCAM SUR LA BASE DES PRÉVISIONS AGR)

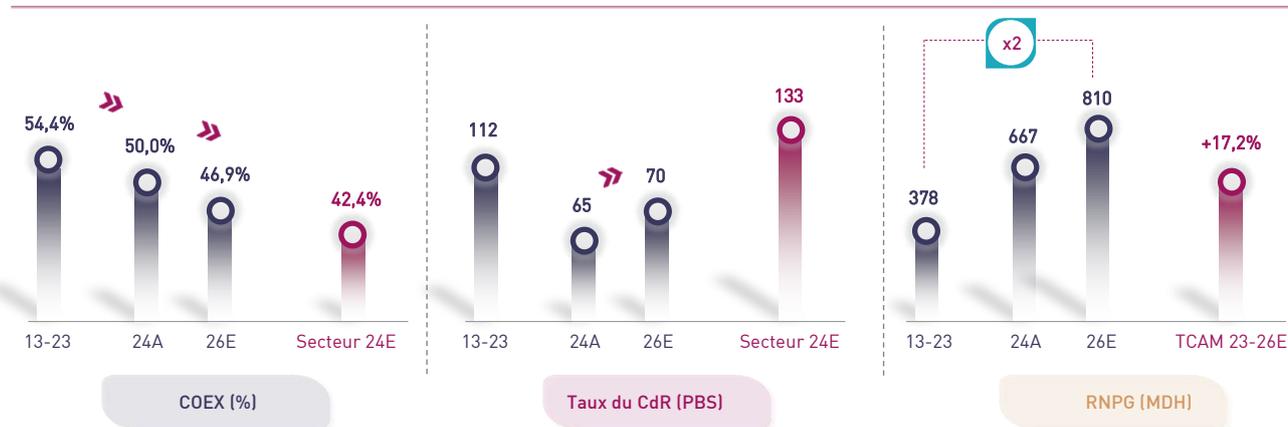


## UNE CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ SE TRADUISANT POSITIVEMENT SUR LES INDICATEURS DE PROFITABILITÉ

Cette nouvelle dynamique commerciale devrait se refléter positivement sur les indicateurs de profitabilité de la banque grâce à une évolution relativement maîtrisée des frais généraux et du coût du risque :

- (1) **Coefficient d'exploitation** : Tenant compte d'un effet de base élevé des charges en 2023 (don au Fonds Spécial Séisme, charges d'autonomisation), le COEX devrait accélérer sa tendance baissière à horizon 2026E soutenu par la bonne dynamique du PNB. Cet indicateur devrait s'améliorer de -7,8 pts, passant de 54,6% à 46,9% durant la période 2023-2026E ;
- (2) **Coût du Risque** : Face à cette nouvelle dynamique commerciale, nous anticipons un TCAM du CDR de +4,6% sur 2023-2026E. Selon nos prévisions, le Taux du CDR se situerait à terme entre 60 et 70 PBS et ce, malgré sa forte baisse au S1-24 à 38 PBS. Selon nous, l'effet de rattrapage de l'activité crédit de CDM devrait s'opérer dans un premier temps au niveau des segments ayant un profil risque de bonne qualité ;
- (3) **Capacité bénéficiaire** : Nous anticipons une croissance du RNPG largement supérieure à celle du PNB, soit un TCAM de +17,2% durant la période 2023-2026E pour franchir les 800 MDH. Il s'agit d'une capacité bénéficiaire supérieure de plus de 2 fois par rapport à la moyenne observée durant la période 2013-2023, soit de 378 MDH.

### CDM : PRINCIPAUX INDICATEURS DU COUPLE « RISQUE-PROFITABILITÉ » (PRÉVISIONS AGR)



Sources : Prospectus d'informations CDM, Calculs & Estimations AGR

## DES NIVEAUX DE VALORISATION EN NETTE AMÉLIORATION GRÂCE À LA « QUALITÉ » DE LA CROISSANCE ...

L'effet de rattrapage dont devrait bénéficier CDM sur la période 2024-2026 se refléterait positivement sur les indicateurs de valorisation de son titre en Bourse :

- (1) **Le multiple des bénéfices (P/E)** ressort autour des 11,0x à horizon 2026E affichant une décote de 23% par rapport à la moyenne normative du secteur bancaire coté, soit de 14,6x. Des niveaux cibles attractifs à la fois par rapport au secteur et la moyenne historique du titre CDM de 21,7x durant la période 2013-2023 ;
- (2) **La rentabilité des Fonds Propres (ROE)** devrait franchir un nouveau palier, passant d'une moyenne historique de 7,2% à 10,4% à horizon 2026E pour s'aligner sur les standards du secteur bancaire coté. Cette amélioration attendue du ROE ne se reflète pas encore sur le **multiple des Fonds Propres (P/B)** qui ressort à des niveaux similaires à ceux de la période 2013-2023. Un constat qui atteste du potentiel d'appréciation du cours du titre en Bourse.

### CDM : PRINCIPAUX INDICATEURS DE VALORISATION DU TITRE EN BOURSE



### ... ET UNE MARGE DE MANŒUVRE ATTRACTIVE EN TERMES DE DIVIDENDE

À l'image des grands Groupes bancaires de la cote, CDM devrait maintenir une politique de dividende « attractive » permettant aux investisseurs en Bourse de bénéficier de la hausse soutenue de la capacité bénéficiaire de la banque sur la période 2024E-2026E. Sur la base d'un payout cible conservateur autour des 62% contre 70% en 2023, CDM serait en mesure d'améliorer son DPA de 34 DH en 2023 à 46 DH à horizon 2026E, soit un rendement de dividende moyen de 5,0%.

Avec un payout cible inférieur à celui du secteur, soit 62% contre 75% respectivement, CDM dispose d'une marge de manœuvre afin de surprendre positivement le marché à l'avenir. À titre indicatif, un relèvement du payout à 70% ou à 80% induirait des D/Y 26E respectifs de 6,1% et de 7,1%. Des niveaux de rendement deux fois supérieur à la moyenne du secteur bancaire coté qui s'établit à 3,5% en 2024E.

### CDM : PRINCIPAUX INDICATEURS RELATIFS À LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DU DIVIDENDE



Sources : Prospectus d'informations CDM, Calculs & Estimations AGR

## CDM BANQUES | MAROC |

BLOOMBERG: CDM MC

<b>Bilan (MDH)</b>	<b>2020<sup>(1)</sup></b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Capitaux Propres Part du Groupe	5.665	6.246	6.309	7.034	7.329	7.648	8.002
Dépôts clientèle	44.525	46.239	48.582	51.755	55.896	59.250	62.805
Crédits clientèle	43.897	46.079	48.497	51.062	56.678	62.346	67.957
Total Bilan	57.913	59.346	62.863	67.265	75.622	84.163	92.719
<b>CPC (MDH)</b>	<b>2020<sup>(1)</sup></b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
PNB	2.381	2.460	2.569	2.927	3.184	3.467	3.767
Poids Marge d'intérêt	78%	79%	78%	76%	75%	76%	77%
Poids Marge sur Commissions	16%	16%	16%	15%	15%	14%	14%
Poids Résultat des Activités de Marché	6%	5%	7%	9%	10%	10%	9%
Frais de Gestion	1.235	1.335	1.500	1.599	1.591	1.669	1.766
RBE	1.146	1.125	1.069	1.328	1.593	1.798	2.002
Coût du Risque	722	64	310	445	397	468	510
Impôts	175	426	345	380	525	594	677
RNPG	247	627	404	503	667	732	810
<b>Croissance (%)</b>	<b>2020<sup>(1)</sup></b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
PNB	-0,9%	3,3%	4,4%	13,9%	8,8%	8,9%	8,7%
RBE	3,2%	-1,9%	-5,0%	24,3%	20,0%	12,9%	11,3%
Coût du Risque	124,7%	-91,2%	388,0%	43,7%	-10,9%	17,9%	9,0%
RNPG	-51,4%	153,6%	-35,6%	24,4%	32,6%	9,8%	10,7%
DPA	-75,7%	469,2%	4,2%	26,7%	11,1%	10,5%	9,5%
Dépôts clientèle	16%	3,9%	5,1%	6,5%	8,0%	6,0%	6,0%
Crédits clientèle	-0,7%	5,0%	5,2%	5,3%	11,0%	10,0%	9,0%
<b>Profitabilité / Rentabilité</b>	<b>2020<sup>(1)</sup></b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Coefficient d'Exploitation (%)	51,9%	54,3%	58,4%	54,6%	50,0%	48,1%	46,9%
Taux du Coût du risque (PBS)	151	13	60	81	65	70	70
Taux d'IS effectif (CPC)	41,3%	40,3%	46,4%	43,3%	44,0%	44,8%	45,5%
Marge Nette	10,4%	25,5%	15,7%	17,2%	21,0%	21,1%	21,5%
ROA	0,43%	1,08%	0,65%	0,77%	0,93%	0,92%	0,92%
ROE	4,4%	10,5%	6,4%	7,5%	9,3%	9,8%	10,4%
Payout social	50%	41%	70%	70%	62%	62%	62%
<b>Données par Action (DH)</b>	<b>2020<sup>(1)</sup></b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E<sup>(2)</sup></b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Cours fin de période	459	600	600	797	850	850	850
BPA	22,7	57,7	37,2	46,2	61,3	67,3	74,5
DPA	4,6	25,9	27,0	34,2	38,0	42,0	46,0
ANA	521	574	580	646	674	703	735
<b>Multiples Boursiers (fin de période)</b>	<b>2020<sup>(1)</sup></b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E<sup>(2)</sup></b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
P/E (x)	20,2	10,4	16,1	17,2	13,9	12,6	11,4
D/Y (%)	10%	4,3%	4,5%	4,3%	4,5%	4,9%	5,4%
P/B (x)	0,88	1,05	1,03	1,23	1,26	1,21	1,16
Capitalisation (MDH)	4.993	6.529	6.529	8.672	9.249	9.249	9.249

(1) Hors don Covid.

(2) Sur la base du cours de l'OPV de 850 DH.

Sources : États financiers CDM, Calculs &amp; Estimations AGR

# ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

## DIRECTEUR STRATÉGIE

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

## DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

## DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ

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

## SENIOR MANAGER

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

## SENIOR ASSOCIATE

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

## SENIOR ASSOCIATE

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

## SENIOR ASSOCIATE

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

## INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

## FINANCIAL ANALYST

Anass Drif  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ANALYST

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

## FINANCIAL ANALYST

Ulderic Djado  
+237 681 77 89 40  
u.djado@attijarisecurities.com  
Douala

## 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 29 03 68 21  
s.mohcine@attijari.ma

Mehdi Benckekroun  
+212 5 29 03 68 14  
m.benckekroun@attijari.ma

### AIS- MAROC

Tarik Loudiyi  
+212 5 22 28 28 28  
t.loudiyi@attijariwafa.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi  
+225 20 21 98 26  
mohamed.lemridi@sib.ci

### BROKERAGE - TUNISIE

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

### CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe  
+237 651 23 51 15  
e.pouhe@attijarisecurities.com

## Activités de marchés

### MAROC

Mohamed Hassoun Filali  
+212 5 22 42 87 24  
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

### EUROPE

Youssef Hansali  
+33 1 81 69 79 45  
y.hansali@attijariwafa.net

### ÉGYPTE

Ahmed Darwish  
+20 127 755 90 13  
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

### TUNISIE

Mehdi Belhabib  
+216 71 80 29 22  
mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda  
+971 50 560 8865  
sreda@attijari-me.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

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

### CEMAC - GABON

Atef Gabsi (Gabon)  
+241 60 18 60 02  
atef.gabsi@ugb-banque.com  
Elvira Nomo (Cameroun)  
+237 67 27 34 367  
e.nomo@attijarisecurities.com

## AVERTISSEMENT

### RISQUES

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

### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

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

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

### SOURCES D'INFORMATION

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

### CHANGEMENT D'OPINION

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

### INDÉPENDANCE D'OPINION

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

### RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

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

### ADÉQUATION DES OBJECTIFS

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

### PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

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

### AUTORITÉS DE TUTELLE

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

