

RESEARCH REPORT

EQUITY

NOVEMBRE
2024

CIMENTS DU MAROC : UNE CROISSANCE EXTERNE **CRÉATRICE** DE **VALEUR** POUR LES INVESTISSEURS

- 03 | Des réalisations semestrielles ne reflétant pas la tendance annuelle
- 04 | Une croissance externe générant trois retombées positives pour CIMAR
- 05 | Révision de la nouvelle capacité bénéficiaire et du cours objectif du titre



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

ACHETER

Ancienne opinion	CONSERVER
Date de publication	24/09/2021
Ancien cours objectif	1.800 DH

CIMENTS DU MAROC

Secteur	CIMENT
Reuters	CMA.CS
Bloomberg	CMA MC

2.220 DH

Actuel	1.830 DH
Potentiel	+21%
Horizon	12 Mois

EXECUTIVE SUMMARY

Notre intérêt pour le Groupe CIMAR intervient dans un contexte sectoriel opportun, marqué par les perspectives favorables de reprise de la consommation du ciment au Maroc et la récente annonce relative à l'acquisition du cimentier Asment de Témara par l'opérateur coté.

Tenant compte des effets de synergie escomptés de cette opération et sur la base de nos hypothèses de croissance durant la période 2024E-2026E, nous avons procédé à une révision de la valorisation de CIMAR. Au terme de cet exercice, nous ressortons avec un cours cible du titre de 2.220 DH offrant un potentiel d'appréciation de +21% par rapport au cours du 12 novembre 2024. Ainsi, nous recommandons d'ACHETER le titre CIMAR.

Notre recommandation s'articule autour de 4 principaux points :

- Durant la période 2024E-2026E, nous anticipons une nette reprise de la consommation du ciment au Maroc, à travers un TCAM de +7,0% contre -1,7% observé au cours de la dernière décennie⁽¹⁾. Au-delà du démarrage des grands projets d'infrastructure, notre scénario est soutenu par le retour du dynamisme du segment de l'auto-construction après plusieurs années d'atonie en raison de la succession des années de sécheresse ;
- Sur le plan commercial, l'acquisition d'Asment de Témara permettrait à CIMAR de gagner des points de PDM et ce, malgré l'entrée du nouvel opérateur Novacim. Aussi, le Groupe devrait étendre sa présence à une région offrant de belles perspectives en termes de consommation du ciment, à savoir l'axe *Rabat-Salé-Kénitra* ;
- Sur le plan opérationnel, cette acquisition offre à CIMAR des pistes intéressantes en termes d'optimisation des charges, notamment au niveau organisationnel, logistique et stratégie de décarbonation. Ainsi, nous anticipons un gain d'au moins +2 pts de la marge d'EBE du Groupe à horizon 2026E ;
- Historiquement, les investisseurs reprochaient à CIMAR sa structure financière peu optimisée à travers un Bilan désendetté et un coût de financement relativement « cher » qui repose exclusivement sur les Fonds Propres. Selon nos estimations, cette opération permettrait à CIMAR de porter le poids de la dette à 40% dans sa structure financière, induisant une baisse de son WACC moyen de 9,53% durant la période 2021-2024 à 6,84% à compter de 2025 ;
- Le profil de CIMAR correspond à notre logique d'investissement qui priorise la **qualité du Bilan**, les **niveaux de marge**, la **génération du cash** et la **faible volatilité de la croissance LT**. Durant la période 2024E-2026E, l'opérateur affiche un BFR maîtrisable de 9% du CA, une marge EBE attractive de 43,5%, un ratio CFO⁽²⁾/CA confortable de 28% et un profil de croissance LT qui surperforme le PIB.

Maria IRAQI

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

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
Cimar	4,6	-0,3	9,1
MASI	4,2	6,5	23,0

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
Cimar	7	6	6
MASI	260	247	229

Capitalisation	Au 12/11/2024
En MDH	26.418
En M\$	2.675

Cours arrêtés au 12/11/2024

[1] TCAM calculé sur la période 2013-2023 / [2] CFO : Cash Flow Opérationnel

Sources : CP & États financiers CIMAR S1 24, Calculs & Estimations AGR

DES RÉALISATIONS SEMESTRIELLES NE REFLÉTANT PAS LA TENDANCE ANNUELLE

Au titre du S1-24, les réalisations de CIMAR ressortent en dessous des attentes à travers des taux de réalisation annuels en deçà des 45% pour le CA, l'EBE et le RNPG. Néanmoins, nous pensons que ces réalisations semestrielles ne reflètent pas la tendance de fond sur les années à venir. En effet, nous nous attendons à une solide hausse de la consommation nationale du ciment à compter du second semestre. En témoigne la reprise des ventes de ciment de +8,2% à fin octobre contre +1,1% à fin juin 2024. Une dynamique de croissance confirmée par le Top-Management lors de nos derniers échanges.

Repli de l'activité dans un contexte marqué par la montée de la concurrence

À fin juin 2024, les ventes consolidées de CIMAR sous-performent la consommation nationale du ciment, soit un repli de -7,4% contre +1,1% respectivement. Deux principaux facteurs sont à l'origine de cette baisse :

- L'entrée effective sur le marché du nouvel opérateur NOVACIM. Celui-ci dispose d'une capacité de production de 1,6 MT installée au niveau de la région du Centre. Selon nos propres estimations, ce nouvel entrant aurait engendré une baisse de -2 pts des PDM de CIMAR ;
- Un repli significatif des exportations de Clinker. Selon les données de l'Office des Changes, les exportations de Clinker du Maroc auraient reculé de -63% au S1-24 sous l'effet d'une Offre abondante de la part de la Turquie et de l'Egypte.

Amélioration relative des marges grâce à la baisse des coûts énergétiques

Au S1-24, l'EBE du Groupe ressort à 816 MDH affichant un repli moins prononcé que celui des revenus, soit -2,2%. À cet effet, la marge EBE s'améliore de +2,2 pts à 40,8% contre 38,6% une année auparavant. Cette amélioration résulte principalement de la baisse des cours du Petcoke à l'international de près de -31% passant de 162 \$/T au S1-23 à 111 \$/T au S1-24. À noter que le Petcoke demeure le principal intrant utilisé dans le processus de production du ciment.

Des bénéfices quasi-stables, mais qui devraient s'améliorer sur l'ensemble de l'année

Au S1-24, CIMAR affiche un RNPG de 433 MDH contre 438 MDH durant la même période de l'année précédente. Cette légère baisse de -1,2% serait attribuée à l'augmentation de la charge fiscale de 180 MDH au S1-23 à 204 MDH au S1-24, soit une hausse de +13,0%.

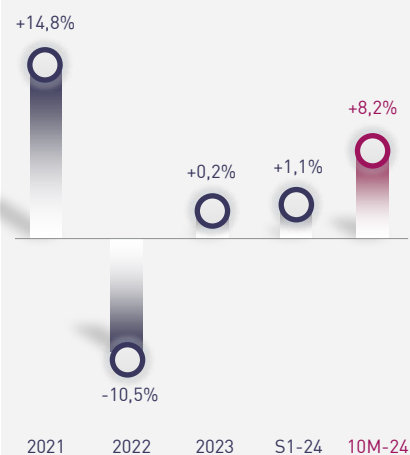
Par ailleurs, les perspectives du Management pour l'exercice 2024 demeurent positives. Celles-ci devraient se refléter à travers une hausse des résultats de l'opérateur. Un scénario soutenu par deux principales raisons :

- Le lancement de plusieurs chantiers d'infrastructure en préparation de l'organisation de la CAN 2025 et de la Coupe du Monde 2030 ;
- La relance du secteur immobilier soutenu par le nouveau programme d'aide au logement et les perspectives d'une année agricole positive grâce aux dernières précipitations. Celles-ci devraient dynamiser le segment de l'auto-construction après plusieurs années d'atonie en raison de la succession des années de sécheresse.

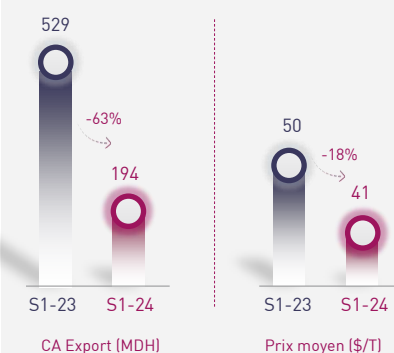
CIMENTS DU MAROC : RÉSULTATS CONSOLIDÉS S1-24 VS. PRÉVISIONS AGR 2024E

EN MDH	S1-23	S1-24	VAR	AGR 24E	VAR 24E	TR 2024E ⁽¹⁾
CA consolidé	2.159	1.999	-7,4%	4.552	+5,1%	44%
EBE ajusté	834	816	-2,2%	1.906	+11,7%	43%
Marge EBE	38,6%	40,8%	+2,2 pts	41,9%	+2,5 pts	
REX	666	661	-0,7%	1.613	+13,0%	41%
Marge opérationnelle	30,8%	33,1%	+2,3 pts	35,4%	+2,5 pts	
RNPG	438	433	-1,2%	1.045	+7,7%	41%
Marge nette	20,3%	21,7%	+1,4 pts	23,0%	+0,6 pt	

MAROC : CONSOMMATION DU CIMENT

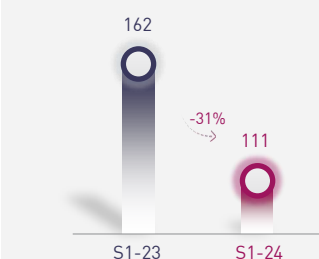


MAROC : EXPORTATIONS DE CLINKER



Estimation du prix moyen du clinker

PETCOKE : ÉVOLUTION DU COURS (\$/T)



⁽¹⁾ TR: Taux de réalisation : Résultat S1-24R / AGR Prévision annuelle 2024E

Sources : CP & États financiers CIMAR S1 24, APC, Office des Changes, Calculs & Estimations AGR

UNE CROISSANCE EXTERNE GÉNÉRANT TROIS RETOMBÉES POSITIVES POUR CIMAR

En date du 13 septembre 2024, CIMAR a annoncé la signature d'un accord stratégique en vue d'acquiescer une participation de 62,62% dans le capital d'Asment de Témara. Selon nous, cette opération devrait impacter positivement la création de valeur financière et économique en faveur des investisseurs en Bourse. Notre avis est justifié par trois retombées positives générées par cette opération :

(1) Extension de la couverture nationale..., permettant de mieux défendre les PDM

Asment de Témara est un cimentier auparavant adossé au Groupe brésilien Votorantim Cementos. L'opérateur dispose d'une capacité de production de ciment de 1,4 MT et opère principalement au niveau de la région de *Rabat-Salé-Kénitra*. Avant l'arrivée du nouvel entrant Novacim, Asment de Témara détenait une PDM aux alentours des 6,0%.

Cette acquisition stratégique permettrait à CIMAR (présente au niveau des régions du Sud et de l'Oriental), d'étendre sa présence à une région très porteuse sur le MT. Il s'agit de l'axe *Rabat-Casablanca*. Ce dernier concentre une part importante à la fois au niveau de l'Offre immobilière et des projets d'infrastructure futurs du Royaume.

Il est évident que l'entrée du nouvel opérateur Novacim sur le marché marocain devrait s'opérer aux dépens des grands Groupes cimentiers avec une PDM cible estimée entre 6 et 7%. À travers cette opération, CIMAR devrait largement compenser l'impact du nouvel entrant avec une variation nette positive de ses PDM, soit de +2 pts passant de 24% à une cible de 26% à compter de 2025E.

(2) Meilleure optimisation des coûts et accélération de la stratégie de décarbonation

Au-delà de la conquête de nouvelles PDM, l'acquisition d'Asment de Témara permettrait à CIMAR d'explorer de nouvelles pistes en termes d'optimisation de ses charges opérationnelles. Plus en détails :

- Une meilleure rationalisation de la structure organisationnelle notamment au niveau de la masse salariale et des frais de siège. En effet, les charges de fonctionnement représentent en moyenne 7,4% du CA consolidé de CIMAR sur la période 2021-2023 ;
- Un gain en termes de coûts logistiques à travers une optimisation des circuits du transport du ciment. Grâce à cette nouvelle usine basée à Témara, CIMAR pourrait livrer de manière plus optimale le Grand Casablanca, une région desservie historiquement depuis son usine de Marrakech ;
- Une accélération de la stratégie de décarbonation de CIMAR grâce aux effets de synergie dégagés de cette acquisition. Il s'agit de la sélection des best practices entre le processus de production de CIMAR et celui d'Asment de Témara qui dispose d'un outil industriel performant. À noter que Asment de Témara est en cours de finalisation d'une Joint Venture avec le Groupe Véolia pour le traitement des déchets. Ces derniers devraient servir en tant que combustibles alternatifs au Petcoke.

Grâce aux effets de synergie escomptés de cette opération, le nouvel ensemble devrait gagner selon nos estimations au moins 2 pts de marge d'EBE. À périmètre constant, la marge d'EBE consolidée évoluerait de 42,5% en 2024E à 44,5% à horizon 2026E.

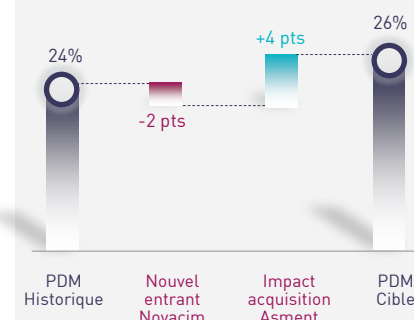
(3) Activation du levier financier..., induisant une amélioration du coût du capital

Depuis plusieurs années déjà, les investisseurs reprochaient à CIMAR l'utilisation d'une structure financière peu optimisée. Il s'agit d'un Bilan désendetté et d'un coût de financement du capital qui repose exclusivement sur les Fonds Propres.

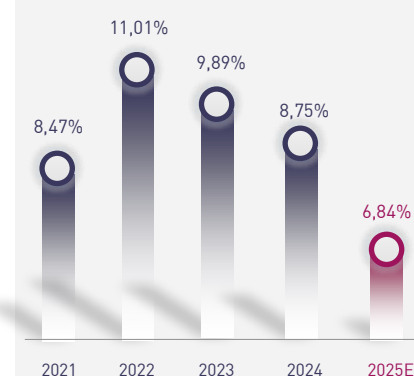
Avec une trésorerie disponible de 1,0 MMDH au S1-24 et tenant compte de la taille de cette opération, nous pensons que l'activation de la Dette bancaire s'avère indispensable pour financer une telle acquisition. Selon le Management, le niveau d'endettement cible recommandé par l'Actionnaire majoritaire (Heidelberg Cement) est équivalent à un ratio EN/EBITDA de 1,2x. Dans ces conditions, nous retenons comme hypothèse, un poids cible de la dette dans la structure financière du Groupe de 40%. Il s'agit d'une dette financière LT aux alentours de 3,0 MMDH à horizon 2025.

Grâce à l'activation du levier financier, le titre CIMAR bénéficierait d'une baisse sensible de son coût du capital. Celui-ci devrait passer d'une moyenne de 9,53% durant la période 2021-2024E à 6,84% à compter de 2025E, soit une amélioration sensible de près de 3,0 pts. Dans ce contexte, la création de valeur économique (ROCE-WACC) et la création de valeur financière (ROE-Kcp) du titre ressortent à des niveaux très attractifs pour le cas du marché Actions marocain, soit de 14% et de 18% respectivement.

CIMAR : ESTIMATION DE LA PDM

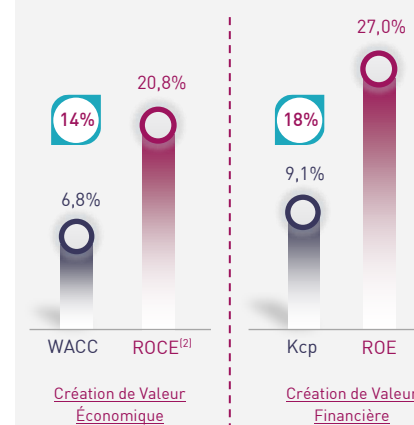


CIMAR : ÉVOLUTION DU WACC⁽¹⁾ DU TITRE



(1) Coût du capital affiché : passage d'une structure désendettée à un levier de 40% en 2025E

CIMAR : CRÉATION DE VALEUR EN BOURSE



(2) Rentabilité économique [REX x (1-IS/AI+BFR)]

Sources : CP & États financiers CIMAR S1 24, Calculs & Estimations AGR

RÉVISION DE LA NOUVELLE CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE ET DU COURS OBJECTIF DU TITRE

Augmentation de la capacité bénéficiaire récurrente de +12% dès 2025E

En marge de l'acquisition d'Asment de Témara, nous avons procédé à l'actualisation de nos prévisions de croissance de CIMAR sur 2024E-2026E⁽¹⁾. Celles-ci se présentent comme suit :

- La consommation de ciment devrait se redresser de +8,0% en 2024 contre +1,1% au S1-24. À l'origine, un effet de base faible au T4-23 suite au décalage de plusieurs chantiers en raison du séisme d'Al-Haouz. Sur la période 2025E-2026E, les ventes de ciment progresseraient à un rythme moyen de +7,0% par an soutenu par la nouvelle dynamique d'investissement ;
- La PDM de CIMAR progresserait de +2,0 pts, passant d'un niveau historique autour des 24% à une cible de 26% à horizon 2026E. Celle-ci tient compte aussi bien de l'arrivée de Novacim que de l'acquisition d'Asment de Témara ;
- Le chiffre d'affaires consolidé du Groupe devrait se rapprocher du palier des 6,0 MMDH en 2026E contre un niveau moyen historique autour des 4,3 MMDH. Il s'agit d'une hausse annuelle moyenne de +11,3% sur la période 2024E-2026E ;
- Tenant compte des effets de synergies identifiés, la marge EBE devrait ressortir à 44,5% en 2026E, soit un gain supplémentaire de +2,0 pts par rapport au niveau attendu en 2024E ;
- Le RNPG s'établirait à 1.262 MDH au terme de la période prévisionnelle 2025E-2026E, en croissance annuelle moyenne de +11,4%. Cette prévision tient compte de l'augmentation attendue de la charge d'intérêt et du taux d'IS.

CIMAR : ACTUALISATION DES PRÉVISIONS AGR SUR LA PÉRIODE 2024E-2026E

EN MDH	2023	2024E	2025E	2026E
CA consolidé	4.333	4.383	5.474	5.912
Variation	+6,5%	+1,1%	+24,9%	+8,0%
EBE ajusté	1.707	1.864	2.381	2.633
Marge EBE	39,4%	42,5%	43,5%	44,5%
REX	1.428	1.582	2.053	2.278
Marge opérationnelle	33,0%	36,1%	37,5%	38,5%
Résultat financier	-3	32	-157	-149
RNPG	970	1.017	1.139	1.262
Variation	+7,2%	+4,9%	+12,0%	+10,8%

Un cours cible de 2.220 DH, offrant un potentiel d'appréciation de +21% en Bourse

Pour la valorisation du titre CIMAR, nous avons retenu la méthode des DCF. Sur la base d'un WACC de 6,84%, nous aboutissons à une VE de 31.077 MDH. Le poids de la VT ressort à 68% sous l'effet d'un FCF négatif estimé à -1,6 MMDH en 2025E (acquisition d'Asment de Témara).

Après déduction de l'EN de -965 MDH au S1-24, la valeur des Capitaux Propres ressort à 32.042 MDH. Celle-ci correspond à un cours cible du titre CIMAR de 2.220 DH, offrant un upside du titre en Bourse de +21% par rapport au cours de 1.830 DH en date du 12 novembre 2024.

Ainsi, nous recommandons d'ACHETER le titre CIMAR.

Grâce à sa forte capacité de générer le cash à travers un ratio CFO/CA de 31,5%, CIMAR est en mesure d'adopter une politique de dividende plus attractive à l'avenir. Par mesure de prudence, nous retenons un DPA normatif de 70 DH sur la période étudiée, soit un D/Y moyen de près de 4,0%.

CIMAR : PRINCIPALES HYPOTHÈSES DU BUSINESS PLAN AGR 2024E-2029E

INDICATEURS (MDH)	2023	2024E	2025E	2026E	MOY 27E-29E
CHIFFRE D'AFFAIRES	4.333	4.383	5.474	5.912	6.690
Variation	+6,5%	+1,1%	+24,9%	+8,0%	+6,0%
EBE	1.707	1.864	2.381	2.633	2.911
Marge EBE	39,4%	42,5%	43,5%	44,5%	43,5%
CAPEX	161	150	3.337	207	201
%CA	3,7%	3,4%	61,0%	3,5%	3,0%
BFR	436	438	424	458	518
%CA	10,1%	10,0%	7,7%	7,7%	7,7%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	1.205	1.244	-1.569	1.672	1.888
Marge FCF	27,8%	28,4%	-28,7%	28,3%	28,2%

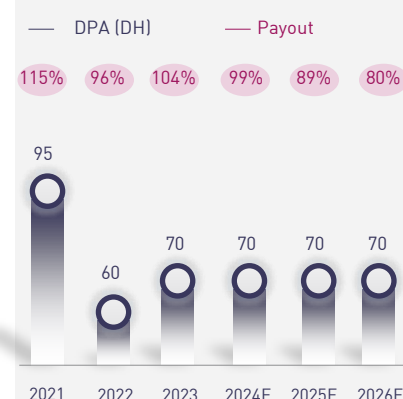
CIMAR : CONSTRUCTION DU WACC

BDT 10y	3,24%
Beta	1,05
PDR Actions	5,6%
Coût des CP	9,12%
Poids de la Dette	40%
Coût de la Dette post IS	3,4%
WACC	6,84%

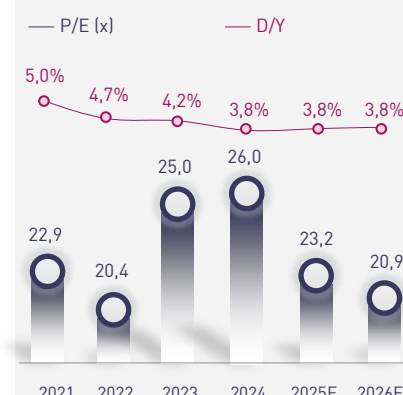
CIMAR : VENTILATION DU COURS CIBLE

	MDH
FCF actualisés 10 ans	10.074
Valeur Terminale	21.003
Valeur d'Entreprise	31.077
EN S1-24	-965
Valeur des CP	32.042
Valeur par Action (DH)	2.220

CIMAR : PAYOUT VS. DPA (DH)



CIMAR : ÉVOLUTION DU P/E(x) Vs. D/Y



Nous avons intégré l'impact de l'acquisition d'Asment de Témara sur une année pleine à compter de 2025E

Sources : CP & États financiers CIMAR S1 24, Calculs & 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 Djadjo
+237 681 77 89 40
u.djadjo@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 Benckroun
+212 5 29 03 68 14
m.benckroun@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'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 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.

