

# RESEARCH REPORT

EQUITY

NOVEMBRE  
2024

## MARSA MAROC : L'HISTOIRE DE CROISSANCE EST LOIN D'ÊTRE TERMINÉE

- 04 | Un acteur clé au cœur de la nouvelle dynamique portuaire Mondiale
- 05 | NWM, une extension de l'activité 2 fois plus importante que Tanger Med II
- 07 | Une croissance bénéficiaire à deux chiffres durant la période 2024E-2028E
- 08 | La génération de cash, principal garant de la soutenabilité de la croissance



Attijari  
Global Research

Rapport destiné aux institutionnels

### ACHETER

Ancienne opinion	-
Date de publication	-
Ancien cours objectif	-

### MARSA MAROC

Secteur	PORTUAIRE
Reuters	MSA .CS
Bloomberg	MSA MC

### 620 DH

Actuel	540
Potentiel	+15%
Horizon	18 mois

## EXECUTIVE SUMMARY

Notre évaluation du titre Marsa Maroc intervient dans un contexte portuaire très favorable, dans lequel le Royaume ambitionne de devenir un hub logistique Mondial au profit de l'Afrique. Une vision crédible confortée par le nouveau positionnement de Tanger Med II en tant que 1<sup>er</sup> port en Europe et en Afrique en termes d'efficacité opérationnelle en 2023. Un modèle de développement qui devrait être dupliqué au niveau des ports de Nador West Med et de Dakhla Atlantique qui bénéficient d'un positionnement géographique unique.

En tant que leader du secteur portuaire national, avec une PDM autour de 40% et une présence dans 24 terminaux des 10 plus grands ports du Royaume, Marsa Maroc est un acteur clé de la stratégie portuaire du Maroc. Parallèlement, l'opérateur a démarré en 2024 sa nouvelle stratégie d'internationalisation à travers la concrétisation de deux accords au Bénin et au Libéria.

Le déploiement accéléré de cette stratégie ambitieuse repose sur deux principaux leviers. D'une part, la capacité de Marsa Maroc à nouer des partenariats de classe mondiale à l'image de Hapag-Lloyd et CMA CGM 5<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> armateurs à l'échelle mondiale. D'autre part, la forte capacité de l'opérateur à générer le cash grâce à ses niveaux de marge attractifs et à sa bonne maîtrise du BFR. À titre indicatif, la marge d'EBE ressort à plus de 52% et le ratio CFO<sup>(1)</sup>/CA s'établit autour des 40% durant la période 2024E-2028E.

Au terme de notre valorisation, nous aboutissons à un cours objectif du titre de 620 DH, offrant un potentiel d'appréciation en Bourse de +15,0% sur un horizon MT. À cet effet, nous recommandons d'ACHETER le titre Marsa Maroc.

Nos principales hypothèses de croissance et de niveau de valorisation sur la période 2024E-2028E s'articulent autour de trois principaux points :

- Marsa Maroc afficherait un TCAM soutenu de +9,5% de ses revenus consolidés pour atteindre 7,0 MMDH au terme de la période prévisionnelle. À l'origine, une montée en puissance de l'activité *Transbordement* grâce à la bonne dynamique du port de Tanger Med II et à la mise en service de la 1<sup>ère</sup> phase du Terminal Est du port de Nador West Med (NWM) en 2027E ;
- La nette amélioration du Trafic manutentionné par Marsa Maroc conjuguée à la poursuite de l'optimisation des charges opérationnelles se refléteraient positivement sur la rentabilité de l'opérateur. L'EBE afficherait un profil de croissance légèrement supérieur au CA à travers un TCAM de +9,8% sur la même période. Au final, la capacité bénéficiaire franchirait la barre des 1,7 MMDH à horizon 2028E contre 852,2 MDH en 2023 ;
- La solide croissance bénéficiaire se traduirait positivement sur le multiple des bénéfices (P/E) du titre qui évoluerait de 34,5x en 2024E à 22,9x en 2028E. Néanmoins, il faut souligner que le niveau de valorisation fondamental du titre n'intègre pas plusieurs *Upsides*, en l'occurrence : (1) La phase 2 de NWM, (2) Les opportunités offertes par les futurs ports du Royaume à l'image de Dakhla Atlantique et, (3) L'internationalisation en Afrique qui a déjà démarré avec deux nouveaux projets au Bénin et au Libéria.

### Lamyae Oudghiri

Directeur Activités de Marché  
+212 529 03 68 18  
Loudghiri@attijari.ma

### ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



### INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
MARSA MAROC	20,4	44,8	98,6
MASI	3,8	5,5	23,1

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
MARSA MAROC	27,2	18,8	10,2
MASI	290	255	216

Capitalisation	Au 25/11/2024
En MDH	39.634
En M\$	3.945

Cours arrêtés au 25/11/2024

(1) CFO : Cash Flow généré par l'activité, avant investissement

Sources : CP MARSA MAROC, Bloomberg, Calculs & Estimations AGR

## DES PERFORMANCES OPÉRATIONNELLES SOLIDES, SUPÉRIEURES AUX ATTENTES

Les réalisations financières du Groupe Marsa Maroc au titre de ce premier semestre ressortent supérieures à nos prévisions initiales. Il s'agit de Taux de Réalisation annuels élevés, soit de 57% pour l'EBE et de 62% pour les bénéfices.

### Une forte progression du Trafic conteneur portée par Tanger Alliance

Au terme du 1<sup>er</sup> semestre 2024, Marsa Maroc affiche une nette progression de son CA de +17,1%, passant de 2.119 MDH au S1-23 à 2.482 MDH au S1-24. À l'origine de cette performance un double effet positif *Prix/Volume*. En effet, l'opérateur a bénéficié de la hausse du Trafic manutentionné de +14,5% à 31 MT au terme de cette période.

Il s'agit principalement des évolutions suivantes :

⇒ Une hausse du **Trafic Conteneurisé** de +17,4% à 1.425 KEVP soutenue par l'activité *Transbordement* qui progresse de +22,0% à 822 KEVP et le trafic *Import/Export-Gateway* qui augmente de +11,0% à 603 KEVP.

À noter que la bonne dynamique de l'activité *Transbordement* au niveau du terminal TC3 du port de Tanger Med II est portée essentiellement par le client Hapag-Lloyd considéré comme étant le 5<sup>ème</sup> armateur au niveau mondial ;

⇒ Une hausse du **Trafic Vrac & Divers** de Marsa Maroc de +13,5% portée par la dynamique des importations sur ce premier semestre. D'une part, le segment *Vrac Solides & Divers* enregistre une croissance de +14,3% à 10,8 MT en raison d'un recours plus soutenu aux importations de céréales dans un contexte de faible campagne agricole. D'autre part, le **Trafic Vrac Liquides** augmente de +11,8% à 5,2 MT sous l'effet de la nette reprise des importations des hydrocarbures, en l'occurrence le kérosène. Une évolution justifiée en partie par des arrivées touristiques record de plus de 7 millions sur la même période.

### Une nette amélioration des niveaux de marge de l'opérateur

La forte progression de l'activité portuaire (*Import/Export-Gateway, Transbordement*) conjuguée à la bonne maîtrise des charges opérationnelles dont l'évolution ressort à +4,1%, ont permis une amélioration de la marge d'EBE de +4,7 pts à 54,4% au S1-24.

À l'origine de cette performance, les économies d'échelle permises grâce à une meilleure absorption des charges fixes des différents terminaux sous gestion.

### Un nouveau palier de la capacité bénéficiaire à compter du S1-24

Tenant compte de la tendance baissière des amortissements suite à l'atteinte de la capacité maximale au niveau de Tanger Alliance, le REX et le RNPG affichent des hausses supérieures à celle de l'EBE, soit de +39,8% et +44,6% respectivement au terme de ce premier semestre. La nouvelle capacité bénéficiaire de l'opérateur de 626 MDH est équivalente à un taux de réalisation annuel élevé de 62%.

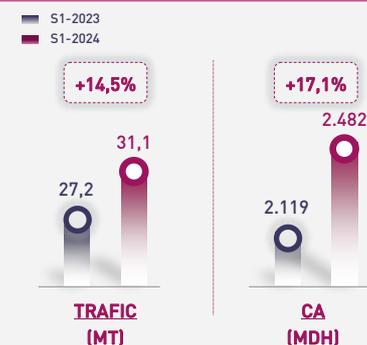
Grâce à sa forte capacité de génération du cash, l'opérateur dégage une trésorerie de 2,6 MMDH au S1-24. Dans ces conditions, l'Endettement Net consolidé se situe en territoire négatif à -647 MDH pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 2019. Ces évolutions opérationnelles et financières se confirment d'ailleurs suite à la publication des résultats de Marsa Maroc au T3-2024.

### MARSA MAROC : RÉSULTATS CONSOLIDÉS S1-2024 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2024E

EN MDH	S1-23	S1-24	VAR	AGR 2024E	TR <sup>(2)</sup> AGR
CA consolidé	2.119	2.482	+17,1%	4.752	52%
EBE consolidé	1.052	1.351	+28,3%	2.372	57%
Marge EBE	49,7%	54,4%	+4,7 pts	49,9%	
REX consolidé	769	1.074	+39,8%	1.722	62%
Marge REX	36,3%	43,3%	+7,0 pts	36,2%	
RNPG récurrent	433 <sup>(1)</sup>	626	+44,6%	1.002	62%
Marge nette	20,4%	25,2%	+4,8 pts	21,1%	

(1) Le Don séisme d'un montant de 100 MDH est intervenu durant le S2-2023 ;  
 (2) Taux de réalisation par rapport aux prévisions initiales AGR 2024.

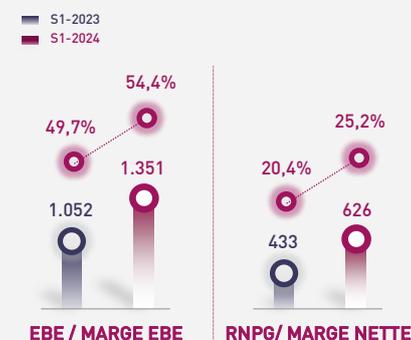
### MARSA : TRAFIC GLOBAL MANUTENTIONNÉ (MT)



### MARSA : TRAFIC PAR CATÉGORIE (MT)



### MARSA : ÉVOLUTION EBE / RNPG (MDH)



### MARSA : ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT NET



## UN ACTEUR CLÉ AU COEUR DE LA NOUVELLE DYNAMIQUE PORTUAIRE MONDIALE

Grâce à son positionnement de leader avec une PDM autour de 40% et une présence territoriale dans 24 terminaux des 10 plus grands ports du Royaume, Marsa Maroc est un acteur clé de la stratégie portuaire du Maroc à l'échelle locale et régionale.

### Des perspectives de développement très prometteuses de l'activité « Gateway»

Concrètement, l'opérateur continue de tirer profit des synergies développées avec son principal Actionnaire « métier », à savoir le Groupe Tanger Med. Il s'agit d'un développeur de plateformes portuaires, logistiques et industrielles de classe mondiale. Ce rapprochement stratégique né après la cession de l'Etat de 35% des participations de Marsa Maroc en 2021 a permis de créer un ensemble ultra compétitif affichant les meilleurs standards internationaux. Ainsi, l'opérateur bénéficierait pleinement de la nouvelle dynamique du commerce extérieur au Maroc ainsi que de la nouvelle mutation des corridors logistiques à l'échelle internationale.

Tenant compte de la disparité des profils de croissance des modes de conditionnement du trafic national manutentionné par Marsa Maroc, nous retenons trois grandes catégories : (1) Le **Trafic « Gateway-hors Conteneurs »** national qui tient compte des volumes domestiques en *Vracs Solides & Divers* ainsi que des *Vracs Liquides* et le *Roulier* (TIR, Voitures & Engins), (2) Le **Trafic « Gateway-Conteneur »** relatif aux échanges « Import-Export » du Royaume et enfin, (3) Le **Trafic « Transbordement-Conteneur »** positionné sur les échanges internationaux.

Durant la période 2024E-2028E, notre scénario de croissance des principaux segments d'activité de Marsa Maroc se décline comme suit :

- **Activité « Gateway-Hors Conteneur »**: Les volumes manutentionnés par Marsa afficheraient un TCAM de +4,4% durant la période étudiée, soit un niveau en ligne avec l'évolution du PIB et celui observé sur 2020-2023 (TCAM de +4,1%).

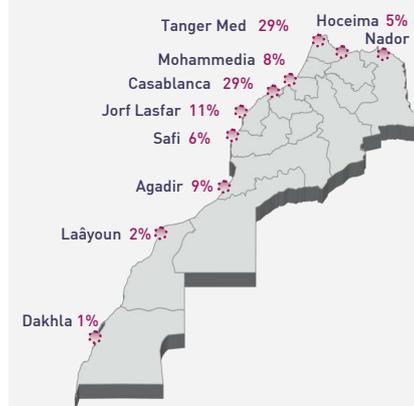
Une hypothèse soutenue par la reprise du commerce extérieur et la bonne dynamique des secteurs du Tourisme et du BTP. Ainsi, nous anticipons un TCAM du segment *Vracs Solides* et des *Vracs Liquides* de +4,0% et +5,0% respectivement sur la période étudiée. Le poids cible de ce segment dans le trafic global devrait se situer autour de 46% en 2028E.

- **Activité « Gateway-Conteneur »**: Le trafic conteneurisé « Import/Export » devrait continuer à surperformer la croissance du PIB grâce à la combinaison de plusieurs facteurs, il s'agit de : (1) La bonne dynamique des échanges commerciaux, (2) Un impact limité de la résurgence des tensions sur les chaînes d'approvisionnement maritimes et les coûts des frets, ainsi que (3) Le nouveau cycle d'investissement au Maroc. Celui-ci est porté par les projets de mise à niveau de l'infrastructure en préparation de l'organisation de la Coupe du Monde en 2030, le programme de réhabilitation des régions du Sud à horizon 2026E ainsi que différents projets relatifs à la transition énergétique et la gestion du stress hydrique au Maroc. À cet effet, les volumes « *Conteneurisés-Gateway* » afficheraient un TCAM soutenu de +10,1% durant la période étudiée contre un TCAM de +11,5% sur 2020-2023, soit un poids de 21% du trafic global de l'opérateur à horizon 2028E.

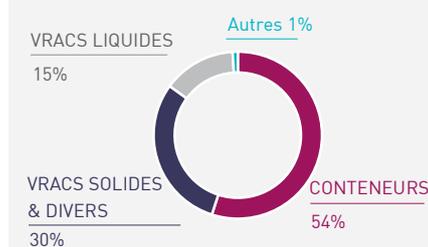
Avec un taux d'utilisation de 75%, équivalent à une capacité nominale de 1,3 MEVP au port de Casablanca<sup>[2]</sup>, Marsa Maroc est en mesure d'accompagner la forte augmentation du trafic national avant la saturation de ses capacités estimée en 2027E. Cette montée en charge des volumes s'opère dans un contexte marqué par : (1) Le renforcement de la compétitivité de Marsa Maroc à travers des investissements dans des installations portuaires modernes, (2) La saturation des capacités de son principal concurrent SOMAPORT (dont la capacité est estimée à 400 KEVP) et enfin, (3) L'émergence de nouvelles lignes maritimes entre l'Europe et l'Asie via le port de Casablanca.

TRAFFIC « GATEWAY » MT	2022R	2023R	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Trafic « Gateway-Cont. »	10,0	12,2	12,3	13,6	15,0	16,5	18,1
% Trafic global	20,0%	21,4%	19,6%	20,6%	21,8%	21,5%	20,8%
Trafic « Gateway-Hors Cont. »	29,5	30,3	33,7	35,2	36,8	38,4	40,1
% Trafic global	58,6%	53,2%	53,6%	53,6%	53,5%	50,0%	46,1%
Trafic « Gateway » global	39,5	42,5	46,1	48,8	51,8	55,0	58,2
% Trafic global	78,6%	74,5%	73,1%	74,2%	75,4%	71,5%	66,8%

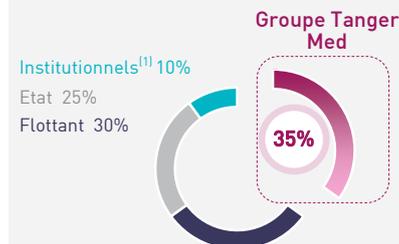
### MARSA.M : RÉPARTITION DU TRAFIC PAR PORT<sup>[1]</sup>



### MARSA.M : STRUCTURE CIBLE 2028E



### ACTIONNARIAT MARSA MAROC



(1) RCAR / WAFIA ASSURANCE / CMR

### TAUX D'UTILISATION « PORT DE CASABLANCA »



[1] Données arrêtées au S1-2024 ;

[2] Le Terminal TC3 et le Terminal Est au port de Casablanca représentent près de 85% du Trafic « Gateway-Conteneur » de Marsa Maroc, suivi du port d'Agadir porté par la filiale SMA à 15% du Trafic « Gateway-Conteneur » en 2023.

Sources : Etats financiers Marsa Maroc, Calculs & Estimations AGR

## NADOR WEST MED, UNE EXTENSION DE L'ACTIVITÉ 2 FOIS PLUS IMPORTANTE QUE TANGER MED II

Le lancement de l'activité *Transbordement* à travers la mise en service du Terminal TC3 du port Tanger Med II en janvier 2021 a permis d'insuffler une nouvelle dynamique au Trafic Conteneur de Marsa Maroc. À cet effet, le volume conteneurisé traité par l'opérateur a plus que triplé passant de 0,9 MEVP en 2020 à près de 3,0 MEVP en 2024E. Il s'agit d'un TCAM de +33,6% durant cette période contre -0,3% durant la phase 2018-2020.

### L'activité « *Transbordement* », un relais de croissance important à compter de 2027E

Avec le dépassement de la capacité nominale de plus de +10% du TC3 du Port de Tanger Med II en 2024E (soit 1,6 MEVP), l'octroi de la concession du Terminal Est à conteneur de Nador West Med en juin 2024 constitue désormais le nouveau relais de croissance de Marsa Maroc à compter de 2027E. Selon nos projections, ce segment afficherait un TCAM de +14,3% durant 2024E-2028E, portant le poids du trafic *Transbordement* à 35,0% dans le trafic global et à 65,0% dans le trafic conteneur traité par Marsa Maroc à horizon 2030E.

- **TRANSBORDEMENT « TANGER MED II »** : doté d'une capacité nominale de 1,5 MEVP et l'une des meilleures infrastructures portuaires à l'échelle mondiale, le terminal TC3 du port Tanger Med II devrait profiter de deux principaux avantages compétitifs :

⇒ Une capacité considérable du port de Tanger Med avec 9 MEVP et un positionnement stratégique au centre des nouvelles connexions maritimes entre l'Europe, l'Amérique et l'Afrique. Ces avantages compétitifs permettraient au port de capter une bonne partie des flux commerciaux du pourtour méditerranéen. À titre indicatif, le port de Tanger Med est relativement moins cher d'environ 20% en comparaison à son rival d'Algesiras.

En intégrant le Top-20 mondial en termes de trafic traité, le port de Tanger Med dépasse des ports européens de renommée mondiale, à l'image de Hambourg, Barcelone ou encore de Valence. Celui-ci est considéré comme étant le 1<sup>er</sup> en Europe et en Afrique et 4<sup>ème</sup> mondial en termes d'efficacité opérationnelle.

⇒ Une capacité à développer des partenariats stratégiques avec des opérateurs classés dans le Top-5 à l'échelle mondiale, à l'instar d'Hapag-Lloyd, 5<sup>ème</sup> armateur mondial. Celui-ci détient 10% de Tanger Alliance, société concédante du TC3 à Tanger Med II.

- **TRANSBORDEMENT « NADOR WEST MED »** : Situé sur les mêmes lignes maritimes, ce port est considéré comme l'extension naturelle de Tanger Med. Aussi, le nouveau Terminal du port de Nador West Med est doté d'une infrastructure moderne lui permettant d'accueillir les dernières générations de bateaux porte-conteneurs dont la capacité peut aller jusqu'à 24 KEVP. Ce Terminal devrait offrir une capacité de 3,4 MEVP<sup>[2]</sup>, soit plus du double du TC3 de Tanger Med II. Par conséquent, la capacité consolidée de traitement des conteneurs par Marsa Maroc devrait être portée à 6,5 MEVP, dont plus de 75% dédiée au Transbordement.

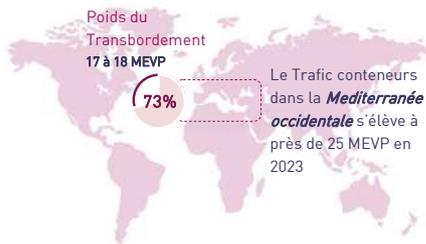
Avec la saturation des capacités du port de Tanger Med à horizon 2026E, la mise en service de la 1<sup>ère</sup> phase du Terminal Est Nador West Med avec une capacité nominale de 1,5 MEVP constitue le premier relais de croissance du Groupe à compter de 2027E.

Situé dans le détroit de Gibraltar, le port Nador West Med, complète l'offre *Transbordement* en Méditerranée Occidentale. Notons que cette région affiche en 2023 un taux d'utilisation des capacités saturé à 80%, soit un volume annuel du *Transbordement* autour de 18 MEVP équivalent à 73% du poids global du trafic conteneur dans la région.

### TANGER MED : DURÉE DES CONNEXIONS MONDE



### MÉDITERRANÉE OCCIDENTALE : FLUX MARITIME



### MARSA.M : TRAFIC « CONTENEURS<sup>[1]</sup> » MEVP

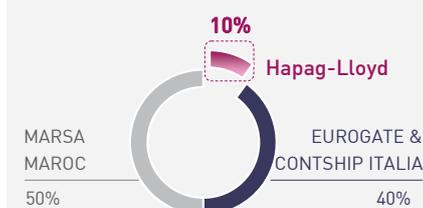


[1] Conteneurs Gateway et Transbordement en KT

### CONTENEURS: TOP-20 MONDIAL PORTS 2023



### ACTIONNARIAT TANGER ALLIANCE



### TOP-5 DES ARMATEURS AU NIVEAU MONDIAL



[1] Terminal Est du port de Nord West Med ( 1<sup>ère</sup> phase 1,5 MEVP à compter de 2027E périmètre BP/ 2<sup>ème</sup> phase 1,5 MEVP à compter de 2032E hors BP).

[2] Capacité maximale du Terminal Est de NWM.

Sources : CP, Alphaliner, Calculs & Estimations AGR

## « MARSÀ 2030 », UNE STRATÉGIE AMBITIEUSE QUI COMMENCE DÉJÀ À DONNER SES FRUITS

Au **niveau national**, Marsa Maroc devrait profiter de son leadership, de son infrastructure de dernière génération ainsi que de la montée en charge des nouveaux ports Mondiaux du Royaume afin de poursuivre une croissance soutenue de ses revenus au cours de la prochaine décennie. Au **niveau international**, Marsa Maroc compte accélérer sa stratégie de développement en Afrique en capitalisant sur son expertise et ses partenaires de 1<sup>er</sup> rang à l'échelle mondiale. L'objectif étant de devenir un acteur régional de référence en décrochant des concessions dans les pays africains partenaires du Maroc.

### Un BP conservateur qui ne tient pas compte de la stratégie d'internationalisation

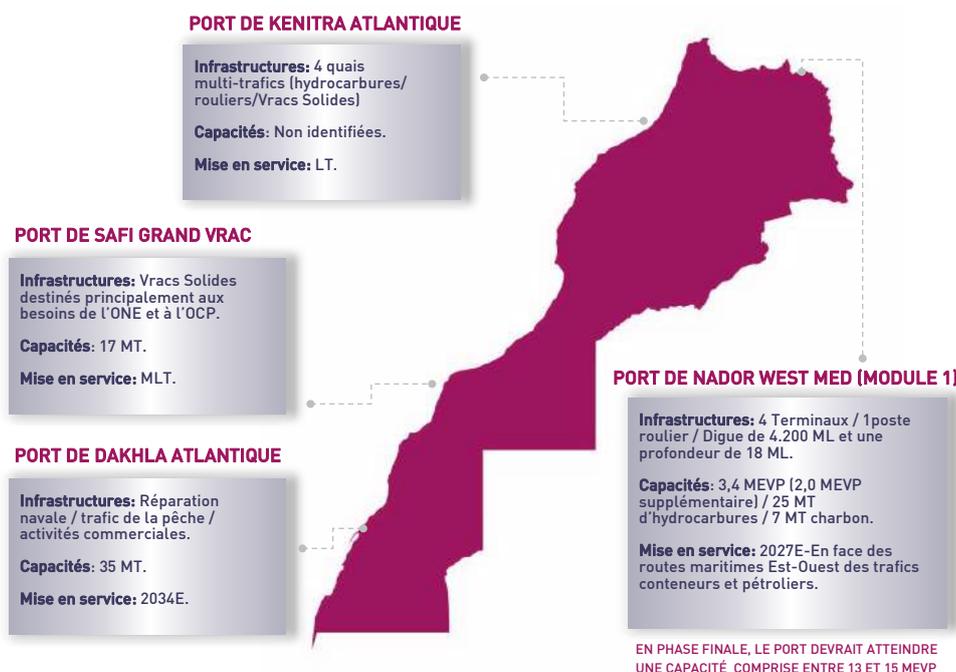
À noter que notre Business Plan ne tient pas compte des relais de croissance en Afrique dans la mesure où le Top-Management n'a pas encore publié des données détaillées concernant les récentes concessions décrochées en Afrique<sup>(2)</sup>. Aussi, nous n'avons pas retenu la deuxième phase du terminal Nador West Med d'une capacité de 1,5 MEVP et dont les travaux devraient débuter en 2030E pour une période de 2 ans. Plus en détails :

- **NOUVELLE STRATÉGIE PORTUAIRE À HORIZON 2030** : Marsa Maroc devrait profiter de son positionnement sur les nouveaux ports dernières générations prévus dans le cadre de la stratégie portuaire 2030 du Royaume. Il s'agit de : Safi Grand Vrac, Nador West Med (2027E), Kenitra Atlantique (LT) ou encore Dakhla Atlantique (2034E).

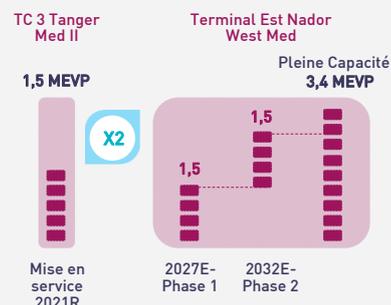
Au-delà des transferts attendus du trafic actuel vers les nouvelles installations, l'opérateur ambitionne de capter les flux additionnels des secteurs d'avenir à l'instar de la logistique, des énergies vertes ainsi que de la sous-traitance pour le compte des opérateurs spécialisés dans des terminaux dédiés.

- **INTERNATIONALISATION EN AFRIQUE** : L'opérateur semble réussir sa pénétration du marché africain conformément à sa stratégie « Marsa 2030 ». En 2024, le Groupe a décroché un contrat de gestion déléguée des Terminaux 1 et 5 du Port de Cotonou au Bénin et vient de signer un accord de partenariat pour opérer dans deux ports principaux au Libéria (Buchanan & Monrovia). Cette stratégie d'internationalisation en Afrique<sup>(2)</sup> reflète clairement les premiers résultats concrets de la coopération Sud-Sud.

### NOUVELLE STRATÉGIE PORTUAIRE NATIONALE À HORIZON 2030



### MARSÀ.M: CAPACITÉ « TRANSBORDEMENT »<sup>(1)</sup>



### MARSÀ.M: TERMINAUX « TRANSBORDEMENT »

INDICATEURS TECHNIQUES	TC3 TANGER MED II	TERMINAL EST NWM
SUPERFICIE	36 HA/ 8 PORTIQUES DE QUAI	70 HA/ 15 PORTIQUES DE QUAI
INFRASTRUCTURE	Quai 800 ML/ profondeur de 18M	Quai 1.520 ML/ profondeur de 18M
INVESTISSEMENT	175 M€	280 M€ (Phase 1 CMA-CGM) *
CAPACITÉ	1,5 MEVP	3,4 MEVP

\*1,5 MEVP dont 1,2 MEVP dédié à CMA CGM

(1) Capacité nominale de traitement du Terminal hors éventuel relèvement du taux d'utilisation des capacités ;

(2) Bénin juillet 2024: Un contrat de gestion déléguée en sous-traitance ne générant pas de CAPEX pour Marsa dans les Terminaux 1 et 5 au port de Cotonou. Un deuxième pas d'internationalisation a été franchi en date du 12 novembre 2024 à travers la signature d'un mémorandum pour renforcer l'infrastructure portuaire au Libéria à travers de futurs accords de concessions au port de Buchanan et Monrovia.

Sources : Ministère de l'équipement, CP Marsa Maroc

## UNE CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE À DEUX CHIFFRES DURANT LA PÉRIODE 2024E-2028E

### Un scénario de croissance central qui repose sur 4 hypothèses sur 2024E-2028E :

- (1) Intégration uniquement de la *Phase 1* du Terminal Est du port de NWM avec une capacité nominale de 1,5 MEVP et une capacité maximale de 1,7 MEVP. Selon nos projections, celle-ci devrait être atteinte à horizon 2030E, soit 4 années après sa mise en service à l'instar de Tanger Med II. Notre scénario est soutenu par le « Track-Record » affiché par l'activité « *Transbordement* » au cours des dernières années ainsi que le partenariat stratégique avec CMA CGM (3<sup>ème</sup> armateur mondial). Notons que la *Phase 2* du Terminal Est à NWM n'est pas retenue dans le cadre du BP. Celle-ci devrait intervenir en 2032E ;
- (2) Le financement de la *Phase 1* du Terminal Est du Port de NWM en partenariat avec CMA CGM de 280 M€ devrait être porté à hauteur de la participation de Marsa Maroc dans la nouvelle entité (estimée à 51%). Cette quote-part sera financée selon le modèle du Project Finance (70% Equity - 30% Dette). Par conséquent, nous avons pris en compte une hausse des frais financiers du Groupe à horizon du BP ;
- (3) Une saturation des capacités maximales de traitement du TC3 au port de Tanger Med II, soit de 1,6 MEVP à compter de 2024E et ce, jusqu'à la fin de la concession en 2066E. Le port devrait continuer à profiter de son positionnement dans le pourtour méditerranéen et de ses partenariats stratégiques de classe mondiale à l'image de Hapag-Lloyd<sup>[1]</sup> ;
- (4) Selon les professionnels du secteur, la crise en mer rouge et la soutenabilité des tensions géopolitiques dans cette zone contribuent à détourner le flux maritime international au profit du port de Tanger Med et n'impactent pas significativement le Trafic conteneurs au port de Casablanca.

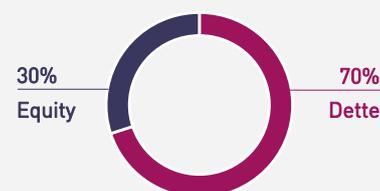
### Des hypothèses d'évolution conservatrices des principaux indicateurs du CPC :

- (1) Le CA afficherait un TCAM de +9,5% sur 2024E-2028E à près de 7.000 MDH. En effet, l'opérateur devrait tirer profit d'un nouveau cycle de croissance avec l'intégration de NWM et des perspectives positives de l'évolution du Trafic portuaire global ;
- (2) L'EBE afficherait un profil de croissance supérieur à celui du CA, soit un TCAM de +9,8% durant la période étudiée. À l'origine, une nette maîtrise des charges opérationnelles en raison d'une meilleure optimisation des ressources humaines et techniques. À titre d'exemple, le relèvement de la participation de Marsa Maroc dans le capital de SMA (port d'Agadir) de 51% à 100% en 2024E ne devrait pas impacter les charges fixes dans le cadre de la gestion de ce port. Selon nos projections, la marge d'EBE gagnerait +3,1 pts, passant de 49,3% en 2023 à 52,4% en moyenne sur la période 2024E-2028E ;
- (3) La montée en charge du poids du *Transbordement* de Tanger Alliance et de NWM à près de 30,0% dans le CA à compter de 2028E impliquerait une baisse intéressante du taux d'IS effectif<sup>[2]</sup>. En effet, les deux Terminaux (TC3 Tanger Med II, NWM) se situent dans des zones d'accélération industrielle (ZAI) bénéficiant d'un barème de taux d'IS réduit. Tenant compte de l'augmentation des amortissements en lien avec la mise en service de NWM à compter de 2027E et d'une CSS<sup>[3]</sup> de 5% jusqu'en 2025E, le RNPG récurrent<sup>[4]</sup> afficherait selon nos propres estimations un TCAM de +10,7% à plus de 1,7 MMDH à horizon 2028E.

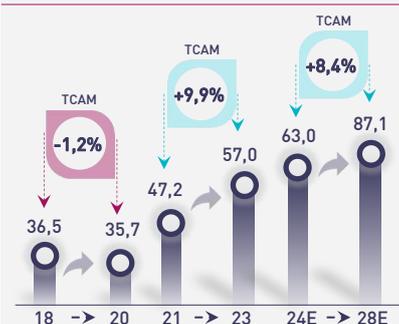
### MARSA MAROC : PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES PRINCIPAUX INDICATEURS 2023-2028E

EN MDH	2023R	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Chiffre d'affaires</b>	4.320	4.851	5.127	5.432	6.151	6.969
Variation	9,4%	12,3%	5,7%	5,9%	13,2%	13,3%
<b>EBE</b>	2.128	2.522	2.691	2.862	3.198	3.672
Marge EBE	49,3%	52,0%	52,5%	52,7%	52,0%	52,7%
<b>RNPG récurrent</b>	924	1.150	1.265	1.376	1.494	1.729
Marge nette	21,4%	23,7%	24,7%	25,3%	24,3%	24,8%
<b>DPA (DH)</b>	8,5	8,5	8,5	10,0	10,0	12,0

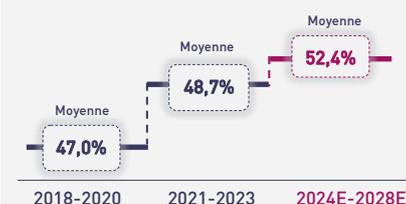
### MARSA MAROC : FINANCEMENT NWM



### MARSA MAROC: ÉVOLUTION TRAFIC GLOBAL (MT)



### MARSA MAROC: MARGE EBE MOYENNE (%)



### MARSA MAROC: TAUX EFFECTIF D'IS CIBLE

TAUX D'IS RÉDUIT	BARÈME RETENU	POIDS CIBLE CA
Tanger Med II	Exonération 5 ans ensuite 17,5%	17% 2030E
NWM	Exonération 5 ans ensuite 20,0%	13% 2030E
<b>IS PONDÉRÉ CIBLE</b>	<b>AUTOUR DE 28,0%</b>	

[1] Hapag-Lloyd: 5<sup>ème</sup> armateur au niveau mondial ;

[2] Taux d'IS effectif réduit pour l'activité Transbordement (voire Tableau ci-contre). [3] Contribution sociale de solidarité de 5% pour les bénéfices au-delà de 40 MDH jusqu'en 2025E ;

[4] Les bénéfices 2023 récurrents retraités du Don au fond de séisme de 100 MDH.

## LA GÉNÉRATION DE CASH, PRINCIPAL GARANT DE LA SOUTENABILITÉ DE LA CROISSANCE

### Synthèse des principales hypothèses de valorisation du titre Marsa Maroc

L'un des atouts majeurs de Marsa Maroc est sa forte capacité de génération du Cash-Flow. À cet effet, l'opérateur serait en mesure d'accélérer son développement sans pour autant dégrader son profil risque. Notre plan d'affaires prévisionnel fait ressortir un FCF<sup>(1)</sup> de 1.404 MDH en moyenne annuelle durant la période 2024E-2028E. À noter que le FCF<sup>(1)</sup> devrait presque doubler durant la même période, passant de 1.251 MDH à plus de 2.000 MDH, soit une Marge FCF/CA attractive de 29%. Plus en détails, nous retenons les hypothèses de valorisation suivantes :

- Optimisation des ressources et bonne maîtrise des charges, permettant d'absorber la montée en puissance de l'activité *Transbordement*. Celle-ci affiche naturellement des niveaux de marge inférieurs à l'activité *Gateway*. En consolidé, nous retenons une marge EBE moyenne de 52,4% sur la période 2024E-2028E ;
- Un CAPEX moyen de 860 MDH sur 2024E-2028E, en augmentation de +33% par rapport à la moyenne observée durant 2019-2023 de 646 MDH. En plus des investissements de la 1<sup>ère</sup> phase de NWM correspondant à la quote-part de Marsa Maroc (près de 1,5 MMDH), il convient de souligner que ce niveau de CAPEX tient compte de la mise à niveau de l'infrastructure des ports de Casablanca et Jorf. Il s'agit de la modernisation des équipements de manutention pour une enveloppe globale de 2,4 MMDH durant la période 2024E-2028E ;
- Par mesure de prudence, nous retenons un BFR cible positif représentant en moyenne 3,8% du CA sur la période 2024E-2028E contre -5,1% durant 2019-2023.

### MARSA MAROC : TABLEAU SYNTHÈSE DES PRÉVISIONS AGR 2024E-2028E

INDICATEURS (MDH)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBE CONSOLIDÉ	2.128	2.522	2.691	2.862	3.198	3.672
Marge EBE	49,3%	52,0%	52,5%	52,7%	52,0%	52,7%
CAPEX	276	500	1 000	1 000	1 000	800
%CA	6,4%	10,3%	19,5%	18,4%	16,3%	11,5%
BFR	28	97	154	217	308	348
% CA	0,6%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	1 251	1 413	1 039	1 150	1 402	2 018
CFO CALCULÉS	1 526	1 913	2 039	2 150	2 402	2 818
CFO/CA	35,3%	39,4%	39,8%	39,6%	39,1%	40,4%
CFO/EBE (Cash Conversion)	71,7%	75,8%	75,8%	75,1%	75,1%	76,7%

La forte capacité de l'opérateur à convertir son EBE en Cash-Flow à travers un ratio CFO/EBE de plus de 75% sur la période prévisionnelle, lui permettrait de largement contenir l'évolution de son niveau d'endettement futur.

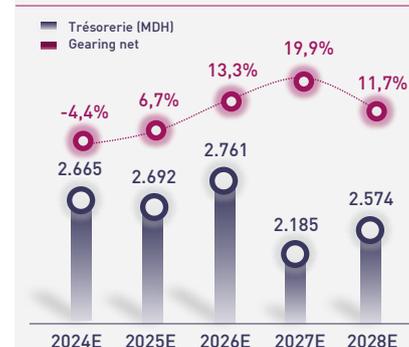
Pour rappel, les nouveaux projets d'investissement de Marsa Maroc relatifs au nouveau Terminal de Nador West Med devraient être financés par Dette à hauteur de 70%, soit d'environ 1,0 MMDH durant la période 2025E-2027E. Au final, nous prévoyons :

- ⇒ Une accumulation d'une Trésorerie excédentaire de 2,6 MMDH en moyenne sur la période 2024E-2028E contre 1,6 MMDH durant 2018-2023 ;
- ⇒ Un Endettement Net maîtrisé à 625 MDH en moyenne sur 2024E-2028E contre 291 MMDH durant 2018-2023, équivalent à un Gearing net de 11,7% en 2028E.

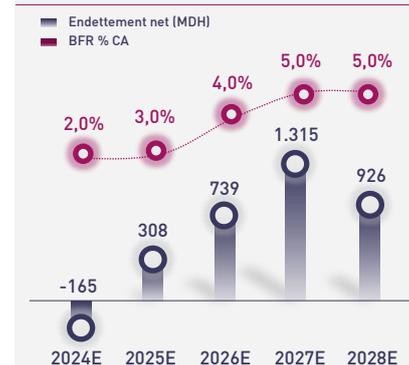
### MARSA MAROC : ÉVOLUTION DES FCF (MDH)



### MARSA : ÉVOLUTION DE LA TRÉSORERIE



### MARSA : ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT NET



(1) FCF: Cash Flow Opérationnel - CAPEX ;

(2) Gearing net : Dette nette / CP consolidés (Hors Autres passifs à LT).

Sources : Etats financiers Marsa Maroc, Calculs & Estimations AGR

## UN TITRE OFFRANT UN POTENTIEL D'APPRÉCIATION EN BOURSE DE +15% SUR LE MT

### Synthèse de notre exercice de valorisation fondamentale de Marsa Maroc

Notre valorisation fondamentale du titre Marsa Maroc repose sur la méthode des DCF. À l'issue de notre exercice, la valeur cible des FP ressort à 45.490 MDH, équivalente à un cours par Action de **620 DH**. Il s'agit d'un potentiel d'appréciation en Bourse de +15% en comparaison au cours observé le 25 novembre 2024. À cet effet, nous recommandons d'**ACHETER** le titre Marsa Maroc.

Notre valorisation cible des **Fonds Propres** tient compte des facteurs suivants :

- ⇒ Une **Valeur d'Entreprise (VE)** de 45.100 MDH dont une **Valeur Terminale (VT)** qui pèse 71% de la valeur Economique. Le taux de croissance à l'infini s'établit à 3,0% en ligne avec le profil d'évolution du PIB sur le LT.
- Cette quote-part relativement élevée de la VT est justifiée par le cycle de développement LT du secteur portuaire en général et de Marsa Maroc en particulier. En effet, l'essentiel des projets structurants devrait se concrétiser à compter de 2032E, notamment la phase 2 de NWM. Par ailleurs, l'ambition du Royaume de devenir un hub logistique mondial au profit de l'Afrique, justifie amplement une croissance terminale.
- ⇒ Un endettement net négatif au T3-24 de -390 MDH intégrant des disponibilités en trésorerie de plus de 2,3 MMDH.

Le WACC retenu s'établit à 7,7%. Celui-ci tient compte des paramètres suivants :

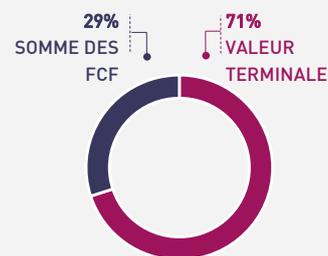
- ⇒ Une PDR Actions de 6,4% publiée en novembre 2024 et obtenue selon la méthode du sondage [*Cf. Prime de risque-Novembre 2024*] ;
- ⇒ Un Beta statistique de 1,10 reflétant le nouveau « profil de croissance » du titre et par conséquent, une volatilité relativement supérieure à celle du MASI ;
- ⇒ Un BDT 10 ans de 3,27% [*Cf-AGR-Hebdo Taux*] observé en date du 22 novembre 2024 sur le marché secondaire ;
- ⇒ Un coût de la Dette avant impôt (Kd) de 6,0% et un levier financier cible de 40%. Ce dernier tient compte de la stratégie d'internationalisation de l'opérateur en Afrique ainsi que d'une logique d'optimisation de son Bilan à travers une meilleure allocation des excédents de trésorerie.

La solide croissance bénéficiaire se traduirait positivement sur le multiple des bénéfices du titre qui évoluerait de 34,5x en 2024E à 22,9x en 2028E. Néanmoins, il est important de souligner que le niveau de valorisation cible du titre n'intègre pas la phase 2 NWM, le développement des futurs ports à l'image de Dakhla Atlantique ou encore l'internationalisation<sup>(2)</sup> en Afrique qui a déjà démarré avec deux accords de partenariats stratégiques au Bénin et au Libéria.

### MARSA MAROC : DÉTERMINATION DU COURS OBJECTIF PAR ACTION

ACTIVITÉS	EN MDH	%
FCF actualisés 10 ans	13.189	29%
Valeur terminale	31.911	71%
<b>Valeur Economique</b>	<b>45.100</b>	<b>100%</b>
Endettement Net T3-24	-390	-
<b>Valeur des Capitaux Propres</b>	<b>45.490</b>	
Nombre de titres	73.395.600	
<b>Valeur par Action</b>	<b>620 DH</b>	

### MARSA MAROC: VENTILATION DE LA VE



### MARSA MAROC : COÛT DES FP

KCP	
Croissance à LT	3,0%
BDT 10 ans (Rf) <sup>(1)</sup>	3,3%
Prime de risque	6,4%
Bêta	1,1
<b>COÛT DES FP</b>	<b>10,2%</b>

### MARSA MAROC : ÉVOLUTION DU P/E (x)



(1) Taux 10 ans de la séance d'adjudication du 22/11/2024 ;

(2) Bénin juillet 2024: Un contrat de gestion déléguée en sous-traitance dans les Terminaux 1 et 5 au port de Cotonou, ne générant pas de CAPEX pour Marsa. Un deuxième pas d'internationalisation a été franchi en date du 12 novembre 2024 à travers la signature d'un mémorandum pour renforcer l'infrastructure portuaire au Libéria à travers de futurs accords de concessions aux ports de Buchanan et Monrovia.

## MARSA MAROC PORTUAIRE | MAROC |

BLOOMBERG: MSA MC

Croissance (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CA Publié	9,9%	9,4%	12,3%	5,7%	5,9%	13,2%	13,3%
EBE Ajusté	14,5%	9,2%	18,5%	6,7%	6,4%	11,7%	14,8%
REX	20,7%	14,0%	24,1%	10,3%	9,0%	8,7%	15,2%
RNPG récurrent	22,6%	13,2%	24,4%	10,0%	8,8%	8,6%	15,7%
DPA	11,1%	6,3%	0,0%	0,0%	17,6%	0,0%	20,0%
Profitabilité / Rentabilité	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Marge EBE	49,4%	49,3%	52,0%	52,5%	52,7%	52,0%	52,7%
Marge Opérationnelle	34,5%	36,0%	39,8%	41,5%	42,7%	41,0%	41,7%
Taux d'IS Apparent	26,2%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Marge Nette	20,7%	19,7%	23,7%	24,7%	25,3%	24,3%	24,8%
FCF/CA	34,7%	29,0%	29,1%	20,3%	21,2%	22,8%	29,0%
ROE	36,3%	36,8%	35,9%	30,9%	27,1%	24,9%	24,0%
Payout	71,9%	67,5%	54,3%	49,3%	53,3%	49,1%	50,9%
P&L (MDH)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CA Publié	3 949	4 320	4 851	5 127	5 432	6 151	6 968
EBE	1 949	2 128	2 522	2 691	2 862	3 198	3 672
DAM	586	573	593	564	543	677	767
REX	1 363	1 555	1 929	2 128	2 319	2 522	2 906
Impôt	327	372	507	559	610	664	772
RNPG récurrent	817	924	1 150	1 265	1 376	1 494	1 729
Minoritaires	127	153	203	223	243	264	305
RNPG affiché	817	852	1 150	1 265	1 376	1 494	1 729
Bilan (MDH)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Capitaux Propres PG	2 248	2 513	3 206	4 096	5 071	5 995	7 195
Minoritaires	437	470	506	480	500	600	700
Capitaux Propres Consolidés	2 685	2 983	3 712	4 576	5 571	6 595	7 895
BFR	-138	28	97	154	217	308	348
Endettement Net	342	24	-165	308	739	1 315	926
Gearing (%)	12,7%	0,8%	-4,4%	6,7%	13,3%	19,9%	11,7%
Flux de Trésorerie (MDH)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Variation BFR	-87,5	166,3	69,0	56,8	63,5	90,3	40,9
CAPEX récurrent	285	276	500	1 000	1 000	1 000	800
Free cash-flow	1 370	1 251	1 413	1 039	1 150	1 402	2 018
Multiples de valorisation	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	19,4	14,3	34,5	31,3	28,8	26,5	22,9
D/Y (%)	3,7%	4,7%	1,6%	1,6%	1,9%	1,9%	2,2%
P/B (x)	7,1	5,3	12,4	9,7	7,8	6,6	5,5
VE/EBE (x)	8,3	6,2	15,6	14,8	14,1	12,8	11,0
VE/CA (x)	4,1	3,1	8,1	7,8	7,4	6,7	5,8
Données par Action (DH)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Cours fin de période	216	180	540	540	540	540	540
BPA	11,1	12,6	15,7	17,2	18,8	20,4	23,6
DPA	8,0	8,5	8,5	8,5	10,0	10,0	12,0
ANA	30,6	34,2	43,7	55,8	69,1	81,7	98,0

[1] Cours arrêtés le 25/11/2024.

Sources : CP Marsa Maroc, 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  
Loudghiri@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR MANAGER

Maria Iraqi  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqi@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 22 49 59 52 s.mohcine@attijari.ma	Mehdi Benckekroun +212 5 29 03 68 21 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'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 pourra 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.

