

RESEARCH REPORT

EQUITY

FÉVRIER
2025



MARSA MAROC : UNE ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE GRÂCE À NADOR WEST MED

- 03 | NWM, un relais de croissance crédible à compter de 2027E
- 04 | NWM renforce le positionnement portuaire du Maroc en Méditerranée
- 05 | Des accords stratégiques qui « dérisquent » nos hypothèses de croissance initiales
- 06 | Révision à la hausse du cours cible de 620 DH à 780 DH, offrant un potentiel de +11%



Attijari
Global Research

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	27/11/2024
Ancien cours objectif	620

MARSA MAROC

Secteur	PORTUAIRE
Reuters	MSA.CS
Bloomberg	MSA MC

780 DH

Actuel	700
Potentiel	+11%
Horizon	18 mois

EXECUTIVE SUMMARY

Marsa Maroc vient d'annoncer le 18 février 2025, un partenariat stratégique qui marque une nouvelle étape dans son développement. Il s'agit de la signature d'un accord avec la société Terminal Investment Limited (TIL), filiale du Groupe Mediterranean Shipping Company (MSC) considéré comme étant le 1^{er} armateur à l'échelle mondiale.

Cette annonce confirme la volonté de Marsa Maroc d'accélérer le rythme de son développement au cours de la prochaine décennie et apporte une meilleure visibilité au niveau des hypothèses de valorisation développées lors de notre dernière note de Recherche (*Cf- Marsa Maroc : L'histoire de croissance loin d'être terminée*).

En marge de notre analyse, nous avons révisé à la hausse le cours cible du titre de 620 à 780 DH. L'amélioration de la visibilité sur le nouveau profil de croissance de Marsa Maroc s'est traduite par une baisse du taux d'actualisation (WACC) de -20 PBS et une hausse de la Valeur Terminale de +33%. Celle-ci nous semble plus cohérente avec la taille cible de l'opérateur à horizon 2035E. À cet effet, nous recommandons d'ACHETER le titre Marsa Maroc dans une logique de placement LT, supérieure à 5 ans.

Les principaux messages développés dans cette note se déclinent comme suit :

1. Ce partenariat stratégique atteste de la volonté de Marsa Maroc de se positionner au cœur des échanges commerciaux à l'échelle mondiale et confirme la position du Maroc en tant que véritable hub logistique de Transbordement en Méditerranée. Un positionnement soutenu par une infrastructure portuaire de dernières générations, à l'image de Tanger Med et de Nador West Med ;
2. Marsa Maroc profiterait à la fois de la connectivité de Nador West Med avec les grandes lignes maritimes mondiales et des accords signés avec deux partenaires stratégiques, à savoir le 3^{ème} armateur mondial CMA CGM associé à la 1^{ère} phase du Terminal, et le 1^{er} armateur MSC, objet de la récente annonce ;
3. Après la « Success Story » de Tanger Med, déjà saturé après 3 années de mise en service, Marsa Maroc se prépare à lancer son 2^{ème} relais de croissance en Méditerranée à horizon 2027E. Le port de Nador West Med complète ainsi l'Offre *Transbordement* du Maroc en Méditerranée dans un contexte marqué par la saturation des capacités portuaires dans cette zone. Une situation qui confirme le recentrage des hubs de transbordement vers la rive sud de la Méditerranée aux dépens des grands terminaux européens, à l'image d'Algésiras.

Il convient de souligner que notre valorisation ne tient pas compte : (1) De la phase 2 de NWM, (2) Des opportunités offertes par le port de Dakhla Atlantique et, (3) De 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	7,3	16,5	128,2
MASI	5,3	12,6	30,6

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
MARSA MAROC	16	21	14
MASI	350	360	259

Capitalisation	Au 19/02/2025
En MDH	47.641
En M\$	4.773

Cours arrêtés au 19/02/2025

NADOR WEST MED, UN RELAIS DE CROISSANCE CRÉDIBLE À COMPTER DE 2027E

Tanger Med et NWM, des modèles de développement globalement similaires

Dans la mesure où le Terminal TC3 du Port de Tanger Med II a atteint sa capacité nominale en 2024 à 1,7 MEVP, le nouveau Terminal Est à conteneur de Nador West Med (NWM) constituerait désormais le nouveau relais de croissance de Marsa Maroc et ce, à compter de 2027E.

Le port de NWM est un hub de Transbordement majeur en Méditerranée Occidentale plaçant le Maroc au cœur des plus grandes lignes maritimes mondiales. Ce port permettrait à Marsa Maroc de tripler à terme ses capacités de Transbordement, passant de 1,7 à 5,1 MEVP sur la prochaine décennie.

Selon nous, la *Success Story* de Tanger Med constitue une véritable référence pour le développement futur du port de NWM. Un avis soutenu par les similitudes identifiées entre les deux ports. Pour rappel, Tanger Med a bénéficié de deux principaux leviers :

- ⇒ Son positionnement dans le Top-20 mondial en termes de trafic traité. En effet, le port a dépassé pour la 1^{ère} fois les 10 MEVP en 2024, un niveau supérieur à celui observé dans des ports européens de renommée mondiale. Il s'agit du 1^{er} port en Méditerranée et en Afrique et se positionne au 3^{ème} rang mondial en termes de performance opérationnelle en 2024 (classement CPPI⁽²⁾);
- ⇒ Sa 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^{ème} armateur mondial. Ce dernier détient 10% de Tanger Alliance, société concédante du TC3 à Tanger Med II.

NWM, un port stratégique qui complète l'Offre « Transbordement » en Méditerranée

Positionné sur les lignes maritimes internationales les plus importantes entre l'Asie, l'Europe et l'Amérique, ce port est considéré comme l'extension de Tanger Med. Le nouveau Terminal du port de NWM est doté d'une infrastructure moderne lui permettant d'accueillir les nouvelles générations de bateaux porte-conteneurs dont la capacité peut aller jusqu'à 24 KEVP.

Ce Terminal devrait offrir une capacité de 3,4 MEVP⁽³⁾, soit plus du double de celle observée au TC3 de Tanger Med II. Par conséquent, la capacité consolidée de traitement des conteneurs par Marsa Maroc devrait être portée à plus de 6,0 MEVP, dont plus de 75% dédiée au Transbordement.

NWM : LE NOUVEAU CHEVAL DE BATAILLE DU MAROC EN MÉDITERRANÉE

DISTANCE DES LIGNES MARITIMES DES HUBS DE TRANSBORDEMENT MAROCAINS

Amérique : Entre 10 et 12 jours
Europe : Entre 3 et 5 jours
Asie : Entre 20 et 25 jours
Afrique de l'Ouest : Entre 5 et 10 jours

PORT DE NADOR WEST MED

MARSA MAROC A OBTENU EN JUIN 2024, LA CONCESSION DU TERMINAL À CONTENEUR À NADOR WEST MED DOTÉ D'UNE CAPACITÉ DE 3,4 MEVP.

EN PHASE FINALE, LE PORT NWM DEVAIT ATTEINDRE UNE CAPACITÉ COMPRISE ENTRE 13 ET 15 MEVP

NWM (MODULE 1)

Infrastructures : 4 Terminaux / 1 poste roulier / Digue de 4.200 ML et une profondeur de 18 ML.

Capacités : 3,4 MEVP (2,0 MEVP supplémentaire) / 25 MT d'hydrocarbures / 7 MT charbon.

Mise en service : 2027E - En face des routes maritimes Est-Ouest des trafics conteneurs et pétroliers.

MARSA : TRAFIC « TRANSBORDEMENT⁽¹⁾ »

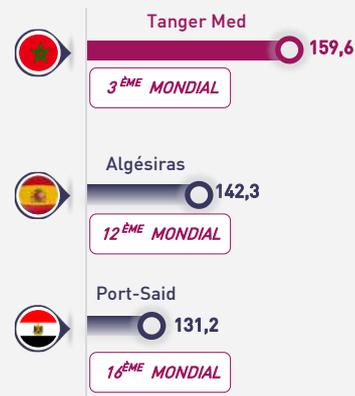
EN MEVP



(1) Transbordement : TC3 Tanger Med II, Terminal Est de NWM

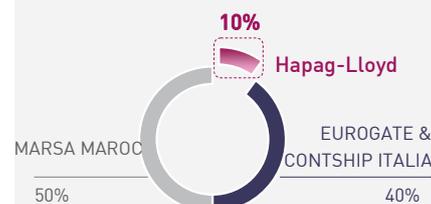
SCORE DES PORTS 2024 : CLASSEMENT CPPI⁽²⁾

EN PTS

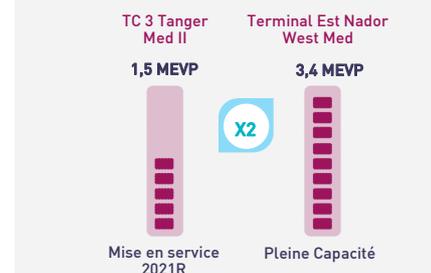


(2) Classement des performances portuaires 2024 (CNUCED)

ACTIONNARIAT TANGER ALLIANCE



MARSA : CAPACITÉ « TRANSBORDEMENT »⁽¹⁾



(3) Capacité maximale du Terminal Est de NWM.

NWM RENFORCE LE POSITIONNEMENT PORTUAIRE DU MAROC EN MÉDITERRANÉE OCCIDENTALE

Marsa Maroc s'associe au 1^{er} et au 3^{ème} plus grands armateurs mondiaux à NWM

Avec l'octroi de la concession du Terminal Est à conteneur de NWM en juin 2024 et l'annonce de partenariats majeurs avec de grands armateurs portuaires mondiaux, Marsa Maroc accélère son plan de développement en Méditerranée. L'opérateur profiterait du large réseau de connexion des lignes commerciales mondiales et des transferts des flux de ces partenaires mondiaux.

La conclusion de deux accords stratégiques en octobre 2024 et en février 2025 permet ainsi une meilleure visibilité quant à la concrétisation de notre scénario de développement du port de NWM à compter de 2027E. Il s'agit de deux accords de partenariats :

- ⇒ **ACCORD 1 : MARSÀ- CMA CGM** : Ce premier accord stratégique concerne la 1^{ère} phase de la mise en service du Terminal Est de NWM prévue en 2027E. Il s'agit d'une capacité nominale de 1,5 MEVP, soit 50% de la capacité globale du Terminal. CMA-CGM, 3^{ème} armateur mondial, entre ainsi dans le capital de la société concessionnaire à hauteur de 49%, en partenariat avec Marsa Maroc, soit un investissement de 280 M€. Selon nos projections, le Trafic Transbordement à NWM⁽¹⁾ devrait atteindre à horizon 2030E sa capacité maximale, soit 4 années après sa mise en service. Un scénario justifié par le « Track-Record » avéré du TC3 à Tanger Med II ;
- ⇒ **ACCORD 2 : MARSÀ- TIL (Filiale à 60% de MSC)** : L'opérateur Marsa Maroc et Terminal Investment Limited (TIL) acteur de premier plan dans la gestion et l'exploitation des terminaux à conteneurs à l'échelle mondiale, signent un accord de partenariat stratégique le 18 février dernier. À cet effet, TIL, filiale de MSC, le plus grand armateur suisse à l'échelle mondiale, devrait détenir un capital dans le nouvel ensemble de 50% moins une action.

Marsa Maroc profite pleinement de la reconfiguration du secteur portuaire mondial

Après la *Success Story* de Tanger Med, déjà saturé après 3 années de mise en service, Marsa Maroc se prépare à lancer son 2^{ème} relais de croissance en Méditerranée. En effet, le port de NWM complète l'Offre *Transbordement* en Méditerranée Occidentale du Maroc.

Concrètement, le port de NWM profiterait de deux tendances lourdes à l'échelle mondiale :

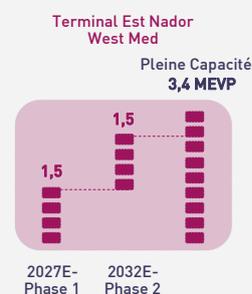
- (1) **Saturation des capacités de Transbordement en Méditerranée Occidentale** : Cette zone affiche un taux d'utilisation saturé à 80%, soit un trafic de Transbordement de 18 MEVP par an, équivalent à 73% du trafic conteneur de la région. Ainsi, le nouveau port de NWM s'affirme comme une solution incontournable pour alléger la pression sur les ports en Méditerranée Occidentale. Une tendance qui confirme la nouvelle orientation de recentrage des hubs de transbordement vers la rive sud de la Méditerranée aux dépens des grands terminaux européens, à l'image d'Algésiras ;
- (2) **Reconfiguration des grandes alliances maritimes mondiales** : Selon Alphaliner, environ 80% de la capacité mondiale de transport de conteneurs est gérée jusqu'à présent par trois grandes alliances. Néanmoins, nous assistons à une reconfiguration à compter de 2025 suite à la dissolution de l'Alliance 2M entre deux grands armateurs mondiaux, à savoir Maersk et MSC en janvier 2025. En effet, Maersk rejoint le 5^{ème} armateur mondial Hapag-Lloyd pour lancer en février 2025 une nouvelle alliance opérationnelle sous le nom de Gemini Cooperation.



TOP-5 DES ARMATEURS AU NIVEAU MONDIAL



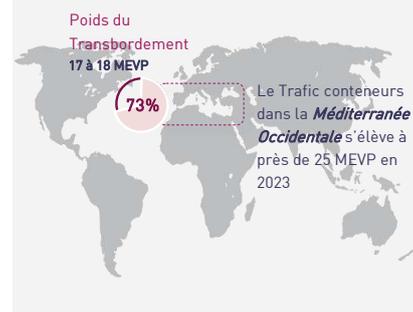
MARSÀ : CAPACITÉ « TERMINAL EST NWM » ⁽¹⁾



MARSÀ : 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

MARSÀ : TERMINAUX « TRANSBORDEMENT »



(1) Terminal Est du port de Nord West Med (1^{ère} phase 1,5 MEVP à compter de 2027E périmètre BP/ 2^{ème} phase 1,5 MEVP à compter de 2032E hors BP).

DES ACCORDS STRATÉGIQUES QUI « DÉRISQUENT » NOS HYPOTHÈSES DE CROISSANCE INITIALES

Synthèse des principales hypothèses de croissance de Marsa Maroc

Dans l'attente d'une communication détaillée relative aux nouvelles annonces de Marsa Maroc au niveau international (Bénin et Libéria) et local (2^{ème} phase du Terminal Est à conteneur au port de NWM), nous maintenons notre scénario de croissance initial de Marsa Maroc durant la période 2024E-2028E. (Cf- Marsa Maroc : L'histoire de croissance loin d'être terminée).

Notre scénario de croissance s'articule autour des hypothèses suivantes :

- Intégration de la *Phase 1* du Terminal Est du port de NWM avec une capacité de 1,7 MEVP à horizon 2030E et la saturation des capacités de traitement du TC3 au port de Tanger Med II, soit de 1,7 MEVP à compter de 2024. Le CA afficherait ainsi un TCAM de +9,3% durant la période 2024E-2028E ;
- L'EBE enregistrerait un TCAM de +9,6% sur la même période pour atteindre 3,8 MMDH en 2028E. Cette dynamique est soutenue par la bonne maîtrise des charges opérationnelles ainsi que l'optimisation des ressources humaines et techniques. Selon nos projections, la marge d'EBE progresserait de +3,1 pts, évoluant de 49,3% en 2023 à une moyenne de 52,4% sur la période 2024E-2028E ;
- La progression du transbordement via Tanger Alliance et NWM entraînerait une baisse notable du taux d'IS effectif tenant compte d'un régime fiscal réduit au sein des zones d'accélération industrielle (ZAI). Selon nos propres projections, le RNPG récurrent afficherait un TCAM de +10,3%, atteignant plus de 1,7 MMDH à horizon 2028E.

Cette dynamique de croissance, portée par la montée en puissance de l'activité transbordement, permettrait une forte génération de cash. Il s'agit d'un atout majeur permettant à Marsa Maroc de maintenir un rythme de développement soutenu sans pour autant dégrader son profil risque.

Durant la période 2024E-2028E, le FCF prévisionnel afficherait une progression de +42% passant de 1.469 MDH à plus de 2.000 MDH, équivalent à une marge FCF/CA 28E attractive de 29,2%. À noter que la génération du cash de Marsa Maroc est soutenue par les leviers suivants :

1. Maîtrise des charges et Optimisation des ressources : L'expertise de Marsa Maroc en la matière lui permettrait de mieux absorber la montée en charge du transbordement. Il s'agit d'une activité affichant des niveaux de marge naturellement inférieurs à ceux de l'activité Gateway (Import/Export) ;

2. Investissements stratégiques en infrastructures : Un CAPEX annuel moyen de 860 MDH durant la période 2024E-2028E, marquant une hausse de +33% par rapport à la moyenne observée durant la période 2019-2023 de 646 MDH. Ces investissements incluent la 1^{ère} phase de NWM (1,5 MMDH) équivalente à la quote-part de Marsa Maroc dans la nouvelle filiale ainsi que la modernisation des équipements portuaires pour une enveloppe de 2,4 MMDH ;

3. Maîtrise du besoin en fonds de roulement : Tenant compte des délais de paiement des activités portuaires, le cycle d'exploitation de Marsa Maroc ne génère pas des besoins de financement conséquents. Ce dernier a même dégagé un excédent de trésorerie durant la période 2019-2023 à travers un BFR négatif de -5,1%. Par prudence, nous retenons un niveau moyen de 3,8% du CA durant la période prévisionnelle 2024E-2028E.

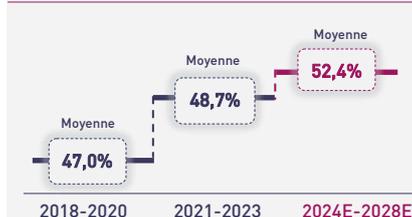
MARSA MAROC : TABLEAU SYNTHÈSE DES PRÉVISIONS AGR 2024E-2028E

INDICATEURS (MDH)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBE CONSOLIDÉ	2.128	2.604	2.816	2.957	3.269	3.763
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%	10,0%	18,6%	17,8%	15,9%	11,2%
BFR	28	100	161	224	314	357
% CA	0,6%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	1.251	1.469	1.132	1.223	1.458	2.086

MARSA MAROC : TRAFIC GLOBAL (MT)



MARSA MAROC: MARGE EBE MOYENNE (%)



MARSA MAROC : TAUX 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
IS PONDÉRÉ	AUTOUR DE 28,0%	

MARSA MAROC : BÉNÉFICE RÉCURRENT (MDH)



Sources : Etats financiers Marsa Maroc, Calculs & Estimations AGR

RÉVISION À LA HAUSSE DU COURS CIBLE DE 620 DH À 780 DH, OFFRANT UN POTENTIEL DE +11%

Révision technique de notre valorisation du titre Marsa Maroc

La conclusion de ce 2^{ème} accord stratégique entre Marsa Maroc et MSC en février 2025 améliore la visibilité du développement du nouveau projet portuaire de Nador West Med sur le MT. À travers l'octroi de la concession du Terminal Est à Conteneur en juin 2024, Marsa Maroc confirme son ambition stratégique de devenir un opérateur portuaire de référence régionale en s'alliant à deux acteurs majeurs du secteur maritime mondial, MSC et CMA CGM.

Concrètement, nous avons réévalué à la baisse le profil risque de Marsa Maroc. Cet exercice s'est traduit techniquement par : (1) Une baisse du Taux d'actualisation de 20 PBS à 7,5% en raison d'un effet Beta positif et (2) Une hausse de la Valeur Terminale de +33% à 42,5 MMDH grâce en partie à une meilleure visibilité sur l'effet taille de l'opérateur à horizon 2035E.

Au final, nous avons procédé au relèvement du cours objectif du titre Marsa Maroc de 620 DH initialement à 780 DH. Il s'agit d'un potentiel d'appréciation en Bourse de +11% en comparaison au cours observé le 20 février 2025 de 700 DH. Ainsi, nous recommandons d'ACHETER le titre Marsa Maroc dans une logique de placement LT, supérieure à 5 ans.

Notre Taux d'Actualisation (WACC) de 7,5% tient compte des hypothèses suivantes :

- ⇒ 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 ajusté de 1,05 au lieu de 1,10 précédemment reflétant l'amélioration de la visibilité sur le profil de croissance de l'opérateur ;
- ⇒ Un BDT 10 ans de 3,16% [Cf-AGR-Hebdo Taux] 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.

Notre valorisation fondamentale des Fonds Propres tient compte des paramètres suivants :

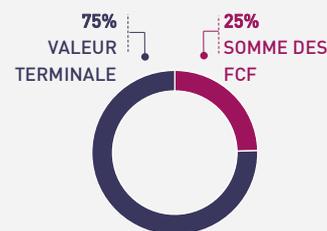
- ⇒ Une Valeur d'Entreprise (VE) de 56.426 MDH dont une Valeur Terminale (VT) qui pèse 75%. Le taux de croissance à l'infini est de 3,0% en ligne avec l'évolution du PIB sur le LT ; Cette quote-part relativement élevée de la VT est justifiée par le cycle de développement LT du secteur portuaire en général 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 cette ventilation de la VE.
- ⇒ Suite à la publication des résultats trimestriels du titre du T4-24, l'Endettement Net de Marsa Maroc ressort négatif à -792 MDH en 2024.

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 en Afrique au Bénin et au Libéria.

MARSA MAROC : DÉTERMINATION DU COURS OBJECTIF PAR ACTION

ACTIVITÉS	EN MDH	%
FCF actualisés 10 ans	13.894	25%
Valeur terminale	42.531	75%
Valeur Economique	56.426	100%
Endettement Net T4-24	-792	-
Valeur des Capitaux Propres	57.218	
Nombre de titres	73.395.600	
Valeur par Action	780 DH	

MARSA MAROC: VENTILATION DE LA VE



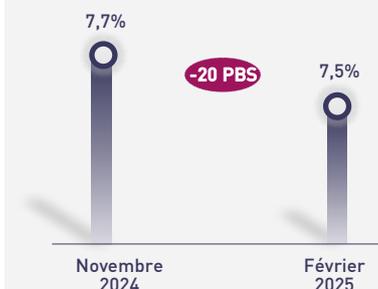
MARSA MAROC : COÛT DES FP (KCP)

KCP	
Croissance à LT	3,0%
BDT 10 ans (Rf) ⁽¹⁾	3,16%
Prime de risque	6,4%
Bêta	1,05
COÛT DES FP	9,9%

MARSA MAROC : ENDETTEMENT NET



MARSA MAROC : AJUSTEMENT DU WACC



(1) Taux BDT 10ans sur le marché secondaire en date du 18 février 2025

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

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

SOURCES D'INFORMATION

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

CHANGEMENT D'OPINION

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

INDÉPENDANCE D'OPINION

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

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank 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.

