

# RESEARCH REPORT

EQUITY

MARS  
2025

## COSUMAR : UNE NOUVELLE PHASE DE CROISSANCE À HORIZON 2028E

- 03 | Une résilience très appréciable dans un contexte difficile
- 04 | L'export, un véritable relais de croissance sur le MT
- 05 | Des perspectives de croissance positives en 2025E
- 06 | Un titre offrant un potentiel d'appréciation en bourse de +18%



Attijari  
Global Research

Rapport destiné aux institutionnels

### ACHETER

Ancienne opinion	CONSERVER
Date de publication	20/06/2023
Ancien cours objectif	180

### COSUMAR

Secteur	AGROALIMENTAIRE
Reuters	CSR .CS
Bloomberg	CSR MC

### 253 DH

Actuel	214
Potentiel	18%
Horizon	12 mois

## EXECUTIVE SUMMARY

Dans un contexte marqué par une nette amélioration des perspectives d'évolution de la campagne agricole locale et une légère atténuation des pressions hydriques, notre intérêt s'est porté sur le titre Cosumar. Ce dernier entamerait une nouvelle phase favorable à compter de 2025E.

Dans la mesure où une grande partie des surfaces cultivées des plantes sucrières repose sur l'irrigation, la problématique hydrique devrait rester un risque majeur pour la filière sucrière au Maroc. Néanmoins, le repli significatif du déficit pluviométrique conjugué au relèvement des taux de remplissage des barrages, offrent des perspectives d'évolution prometteuses de la campagne sucrière durant les deux prochaines années.

Au terme de notre exercice de valorisation, le cours cible du titre Cosumar ressort à **253 DH**, offrant un potentiel de +18% en Bourse et ce, par rapport au cours observé le 26/03/25. Au final, notre recommandation vis-à-vis du titre est révisée de **CONSERVER** à **ACHETER** sur un horizon de **12 mois**.

La présente note de Recherche s'articule autour des principaux points suivants :

- Dans un contexte marqué par une amélioration des conditions climatiques avec un taux de remplissage des barrage au-dessus de 37,0% et une progression attendue des superficies cultivées au titre de la campagne 2024/2025, nous prévoyons une hausse de la production locale aux environs des 300 KT en 2025E contre une moyenne de 208 KT durant la période 2023-2024. Notons que le contrat programme de l'Etat cible 620 KT à horizon 2030E ;
- Le relèvement des capacités de production du Groupe à 2,5 MT en marge du démarrage de l'usine de Sidi Bennour en septembre 2024 devrait libérer des marges supplémentaires à l'Export. Les volumes exportés atteindraient un nouveau record historique en dépassant la barre de 800 KT en 2025E et des 1,0 MT de sucre blanc à horizon 2028E. À cet effet, Cosumar devrait intégrer le Top mondial des raffineurs de sucre ;
- En 2025E, nous anticipons une amélioration de la profitabilité de l'opérateur sous l'effet de la montée en charge de la contribution des plantes sucrières locales aux revenus. Parallèlement, le Groupe devrait bénéficier d'une reprise de la marge de raffinage à l'international. L'EBE et le RNPG devraient afficher des TCAM soutenus de +8,2% et +9,2% sur la période 2024-2028E ;
- Par ailleurs, Cosumar bénéficie d'une nette baisse de son taux d'actualisation qui passe de 11,7% en juin 2023 à 8,0% en mars 2025. Une évolution justifiée principalement par le repli des exigences de rentabilité des investisseurs en BDT et une nette amélioration de son profil risque tenant compte de sa résilience avérée par rapport aux dernières années.

### 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
COSUMAR	3,4	15,3	8,1
MASI	2,8	19,9	35,8

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
COSUMAR	12,2	9,5	4,9
MASI	477	457	291

Capitalisation	Au 26/03/2025
En MDH	20 267
En M\$	2.110

Cours arrêtés au 26/03/2025

Sources : CP Cosumar, Calculs & Estimations AGR

## UNE RÉSILIENCE TRÈS APPRÉCIABLE DANS UN CONTEXTE DIFFICILE

Les réalisations du Groupe Cosumar en 2024 ressortent globalement en ligne avec nos prévisions initiales, soit des taux de réalisation de 96% pour les revenus et de 98% pour le RNPG. En dépit de conditions climatiques défavorables, l'opérateur démontre une résilience très appréciable qui rassure quant à ses perspectives de croissance future.

### Des revenus portés par l'Export face à la baisse de la production locale

En dépit de la poursuite de la baisse de la production sucrière locale, Cosumar arrive à stabiliser ses revenus à 10.239 MDH. À l'origine de cette performance, le développement visible de l'activité Export qui progresse de +7,0%, passant de 4.092 MDH à 4.379 MDH sur la période 2023-2024. En effet, l'opérateur a bénéficié d'un effet volume positif grâce à la mise en service de la raffinerie de Sidi Bennour en septembre 2024 dotée d'une capacité additionnelle de 500 KT.

Selon les statistiques de l'Office des Changes, le tonnage exporté se serait établi à 657 KT en 2024, en hausse de +10,0% par rapport à 2023. Pour sa part, le prix de vente à l'export ressort à 6.665 DH/T en 2024 en léger repli de -3,3% par rapport à 2023. Cette situation est justifiée par une surproduction au Brésil et en Inde.

### Un amont agricole sous tension en raison du stress hydrique

Compte tenu du stress hydrique aigu que connaît le Maroc durant ces quatre dernières années, la production locale du sucre blanc n'a cessé de reculer depuis son pic de 2016 de plus de 600 KT. En 2024, la production locale ressort en repli de -15%, en franchissant à la baisse pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis 10 ans, la barre symbolique des 200 KT à 191 KT.

Le taux d'utilisation des capacités des sucreries locales ainsi que le taux de couverture de la consommation nationale par la production locale ressortiraient à des niveaux faibles en 2024, soit de 29% et 15% respectivement.

### Des marges en repli suite au recul du poids des cultures sucrières locales

Tenant compte de la baisse de la campagne sucrière locale dont la rentabilité est généralement supérieure à l'activité de raffinage, l'EBE s'est légèrement replié de -3,6% à 1.758 MDH en 2024. Par conséquent, la marge d'EBE se dégrade de -0,6 pt à 17,2% durant la même période.

Par ailleurs, nous avons assisté à une baisse de la prime du blanc à l'international qui « drive » la marge de raffinage de l'opérateur. Celle-ci s'est établie en moyenne à 91 \$/T en 2024, en repli de -32,0% en une année. Pour sa part, le prix moyen du charbon baisse de -11,0% sur la période étudiée.

### Confirmation d'un nouveau palier de DPA ordinaire à 10 DH

Hors plus-value de cession de la participation de Cosumar dans la raffinerie Durrah, le RNPG récurrent affiche une légère amélioration à 850 MDH en 2024. Dans ces conditions, l'opérateur a pu maintenir le même niveau de dividende que l'année dernière à savoir 10 DH en 2024. Néanmoins, il est important de souligner que le DPA 2023 incluait un dividende exceptionnel de 3 DH par Action. À cet effet, le DPA ordinaire passe de 7 à 10 DH, confirmant un nouveau palier pour les années à venir. Au final, le D/Y 24 ressort à plus de 5,0%, soit un niveau largement supérieur au BDT 5 ans à 2,8%.

### COSUMAR : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2024 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2024

EN MDH	2023R	2024R	VAR	AGR 2024E	TR <sup>(1)</sup> AGR
CA consolidé	10.233	10.239	+0,1%	10.641	96%
EBE	1.824	1.758	-3,6%	1.969	89%
Marge EBE	17,8%	17,2%	-0,6 pt	18,5%	-
RNPG <sup>(2)</sup>	797	850	+4,0%	863	98%
Marge nette	7,8%	8,3%	+0,3 pt	8,1%	-
DPA	10	10	-	10	100%
Dont exceptionnel	3	-	-	-	-

(1) Taux de réalisation des résultats 2024 par rapport aux prévisions AGR 24E.

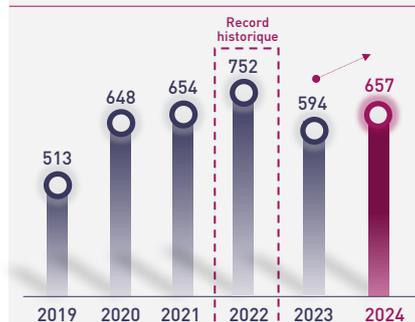
(2) RNPG récurrent n'incluant pas la plus value sur cession de Durrah en 2023.

Sources : Etats financiers Cosumar, Office des changes, Bloomberg, Calculs & Estimations AGR

### COSUMAR : PRODUCTION SUCRE LOCALE (KT)



### COSUMAR : VOLUME DES EXPORTATIONS (KT)



### COSUMAR : PRIME DE BLANC (\$/T)



### CHARBON : ÉVOLUTION DES PRIX \$/T



## L'EXPORT, UN VÉRITABLE RELAIS DE CROISSANCE SUR LE MT

### Une nette amélioration des taux de remplissage des barrages en 2025 ...

Après une période prolongée de déficit pluviométrique au Maroc en raison de la succession de 7 années de sécheresse entre 2018 et 2024, les dernières précipitations depuis le mois de février semblent redonner espoir. À titre indicatif, le déficit pluviométrique au Maroc est passé d'un pic jamais observé au cours des 4 dernières années de 50% en 2023 à 19,0% en mars 2025.

Le taux de remplissage des barrages qui n'a cessé de reculer depuis 2018 pour atteindre 23,0% en 2023 s'est nettement amélioré pour atteindre les 37,0% le 24 mars 2025. Historiquement, la performance des campagnes sucrières au Maroc est fortement corrélée au taux de remplissage des barrages.

### ...qui devrait se refléter positivement sur les campagnes sucrières futures

Dépendante de l'irrigation, la filière sucrière au Maroc est étroitement liée à la composante hydrique. Tenant compte de l'amélioration attendue des ressources hydriques en 2025 ainsi que l'accélération des programmes de dessalement d'eau de mer au Maroc, nous pensons que les deux prochaines campagnes sucrières nationales devraient connaître une nette amélioration. En atteste l'augmentation des superficies emblavées de +50% dans le cadre des semis 2024/2025 par rapport à la campagne précédente. Ainsi, nous anticipons une hausse de la production locale autour des 350 KT en moyenne au titre des campagnes 2025E-2026E avant de rebondir vers les 500 KT à MT, soit une amélioration de +43,0%.

Ainsi, nous estimons que le taux de couverture de la consommation nationale par la production locale devrait s'améliorer à 24% en 2025E contre 15% en 2024 avant de dépasser le seuil de 40% au-delà. Tenant compte d'une capacité globale de 600 KT, le taux d'utilisation des sucreries locales devrait dépasser les 50% durant la période 2025E-2026E.

### Le site « Sidi Bennour », renforce davantage les capacités de raffinage du Groupe ...

Dans le cadre de sa stratégie d'extension de ses capacités de raffinage au vu de renforcer la souveraineté alimentaire du pays tout en profitant de la dynamique des exportations de sucre blanc, le Groupe Cosumar vient de mettre en place une nouvelle unité industrielle performante à Sidi Bennour.

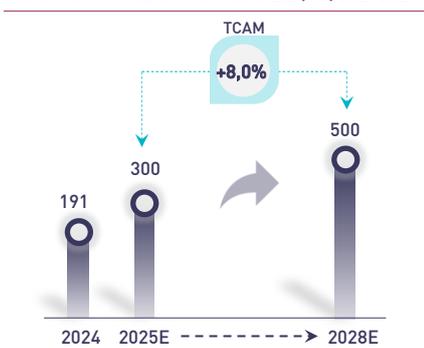
Opérationnelle depuis septembre 2024, celle-ci tourne à plein régime, à travers une capacité additionnelle de 500 KT. Par conséquent, la capacité globale de production annuelle de sucre blanc du Groupe Cosumar devrait atteindre les 2,5 MT. Dans ces conditions, la production du sucre blanc issu du raffinage a atteint un record historique de plus de 1,8 MT en 2024.

### ... libérant ainsi des marges supplémentaires à l'export à compter de 2025E

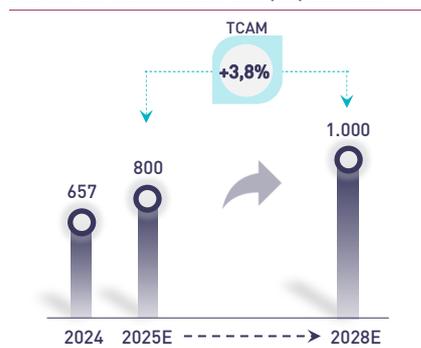
Tenant compte des nouvelles capacités de raffinage, de l'amélioration notable de la campagne sucrière locale et d'une consommation nationale normative de 1,3 MT sur le MT, des marges additionnelles à l'export devraient se libérer à compter de 2025E.

Selon nous, les volumes exportés devraient avoisiner les 800 KT en 2025E, soit un nouveau record historique après celui enregistré en 2022 de 749 KT, avant d'atteindre une cible de plus de 1,0 MT à compter de 2028E.

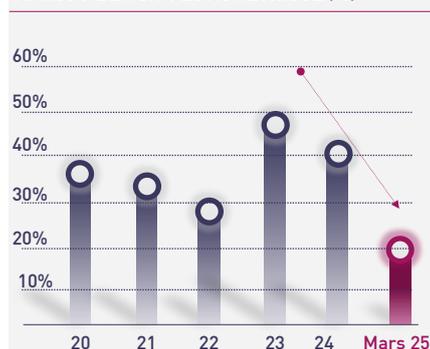
COSUMAR : PRODUCTION LOCALE (KT) 25E-28E



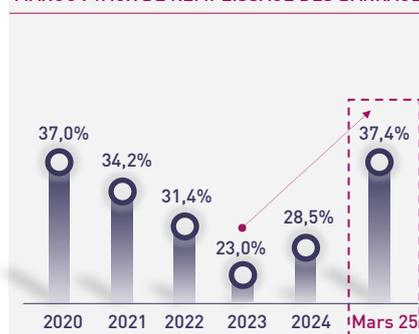
COSUMAR : ACTIVITÉ EXPORT (KT) 25E-28E



MAROC : DÉFICIT PLUVIOMÉTRIQUE (%)



MAROC : TAUX DE REMPLISSAGE DES BARRAGES



COSUMAR : TAUX DE COUVERTURE (%)



COSUMAR : CAPACITÉ GLOBALE (MT)



Sources : Etats financiers Cosumar, Calculs & Estimations AGR

## DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE POSITIVES EN 2025E

Tenant compte de la stabilité de la consommation locale en sucre blanc, autour des 1,2 MT, la dynamique de l'activité Export et la qualité de la campagne sucrière sont les deux principaux « drivers » des résultats de Cosumar à compter de 2025.

### Principaux ajustements de nos prévisions de croissance 2025E-2028E

Notre exercice de révision des prévisions de croissance du Groupe Cosumar durant la période 2025E-2028E fait ressortir les réajustements suivants :

- Nous anticipons une nette reprise des cours du sucre à l'international tenant compte des dernières prévisions de l'ISO (Organisation Internationale du Sucre). Celle-ci table sur un déficit significatif de la production mondiale 2024/2025 de 4,9 MT contre un excédent de 5,7 MT une année auparavant. Par mesure de prudence, nous retenons un prix stable du sucre blanc à l'international au niveau de notre BP, soit autour de 520 \$/T en 2025E ;
  - Poursuite du développement des capacités à l'export du Groupe à travers une cible de 1 MT à horizon 2028E. Par conséquent, le TCAM du CA consolidé ressort à +6,4% sur la période 2024-2028E pour franchir la barre des 12,0 MMDH ;
  - Amélioration de l'EBE de +8,2% en moyenne annuelle sur la période 2024-2028E, passant de 1.758 MDH à 2.405 MDH. À l'origine, la montée en charge de la production des plantes sucrières locales génératrices de meilleures marges conjuguée à une amélioration de la marge de raffinage à l'international ;
- Alors que les cours du « sucre blanc » et ceux du « sucre brut » à l'international affichent une tendance baissière au T1-25, la « prime de blanc » qui mesure l'écart de prix se maintient stable autour de 92,0 \$/T en moyenne depuis le début de l'année 2025. Ainsi, la « prime de blanc », appelée aussi « marge de raffinage » devrait impacter de plus en plus la rentabilité de Cosumar en raison du développement de sa capacité de raffinage ;
- Progression soutenue du RNPG de +9,2% en moyenne annuelle sur 2024-2028E pour atteindre 1,2 MMDH au terme de cette période. À l'origine, le raffermissement des marges sous l'effet de la montée de la contribution de la production locale conjugué au développement continu de la composante Export ;

À noter que cette capacité bénéficiaire tient compte de la contribution sociale de solidarité de 5,0% et de la normalisation du taux de l'IS à 35% à horizon 2026E.

*Rappelons que ces prévisions financières ne tiennent pas compte d'une éventuelle nouvelle stratégie de croissance au Maroc ou à l'international suite à la cession de Durrah<sup>(1)</sup> en 2023 et compte tenu d'une structure financière solide.*

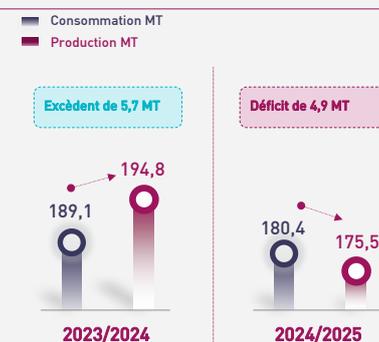
### COSUMAR : PRÉVISIONS DE CROISSANCE DES PRINCIPAUX INDICATEURS 2025E-2028E

EN MDH	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
CA	10.233	10.239	11.098,0	11.726	12.435	13.144
Variation (%)	-1,9%	0,1%	8,4%	5,7%	6,0%	5,7%
CA local	5.602	5.732	5.818	5.876	5.935	5.994
Variation (%)	-7,3%	2,3%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
CA Export	4.091	4.380	5.280	5.850	6.500	7.150
Variation (%)	-6,8%	7,1%	20,6%	10,8%	11,1%	10,0%
EBE <sup>(2)</sup>	1.826	1.758	1.975	2.111	2.263	2.405
Marge EBE	17,8%	17,2%	17,8%	18,0%	18,2%	18,3%
RNPG récurrent	817	850	961	1.038	1.132	1.209
Marge nette	8,0%	8,3%	8,7%	8,9%	9,1%	9,2%
DPA	10,0	10,0	10,0	11,0	11,0	12,0
D/Y	5,1%	5,3%	4,8%	5,2%	5,2%	5,7%

### SUCRE BLANC : ÉVOLUTION DES PRIX \$/T



### INTERNATIONAL : DÉFICIT/ EXCÉDENT MONDIAL



### COSUMAR : PRIME DE BLANC (\$/T)



### CHARBON : PRÉVISION 2025E (\$/T)



(1) Durrah en Arabie Saoudite: Cosumar cède sa participation de 43,3% dans la raffinerie en 2023 à Wiltmar.

(2) EBE publié, non comparable au mode de calcul des prévisions AGR

Sources : Etats financiers Cosumar, Office des Changes, Bloomberg, Calculs & Estimations AGR

## UN TITRE OFFRANT UN POTENTIEL D'APPRÉCIATION EN BOURSE DE +18%

### Synthèse de notre valorisation fondamentale du titre Cosumar

À l'issue de notre valorisation DCF, nous ressortons avec une Valeur Economique de 24.451 MDH. Après déduction de l'Endettement Net en 2024E qui s'élève à 556 MDH, la valeur des capitaux propres ressort ainsi à 23.895 MDH. Rappelons que le niveau d'endettement est en nette baisse en 2024 à 556 MDH compte tenu de la cession de la participation de 43% détenue par l'opérateur dans la raffinerie Durrah en Arabie Saoudite à Wilmar.

Au niveau des hypothèses de valorisation, nous avons retenu un WACC de 8,0% tenant compte d'un coût des Fonds Propres (Kcp) de 10,0%, d'un coût de la Dette avant impôt (Kd) de 3,4% et enfin, d'un levier financier cible de 30% . Plus en détails :

- ⇒ Une PDR Actions de 6,4% publiée en novembre 2024 et obtenue selon la méthode du sondage [\[Cf. Prime de risque-Novembre 2024\]](#) ;
- ⇒ Un réajustement baissier du taux sans risque 10 ans à 3,0%<sup>(1)</sup>. À l'origine, la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte d'une politique monétaire plus accommodante de Bank Al-Maghrib. Rappelons que BAM a baissé son TD de -75 PBS depuis juin 2024 [\[Cf. AGR Marché des Taux\]](#) ;
- ⇒ Un Beta de 1,1 intégrant le risque lié à la cyclicité de la campagne sucrière locale et un taux de croissance à l'infini ressort à 3,0%.

Au final, notre cours objectif du titre ressort à 253 DH contre 180 DH initialement, soit un potentiel d'appréciation de 18% en Bourse par rapport à son cours observé le 26/03/2025. Au final, notre recommandation vis-à-vis du titre Cosumar ressort à ACHETER.

### Des multiples de valorisation que nous jugeons très corrects à horizon 2026E

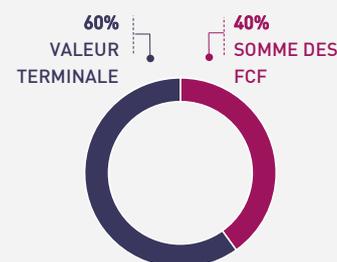
Compte tenu de l'actualisation de nos prévisions sur la période 2025E-2026E, le titre afficherait des multiples boursiers très corrects dans le cadre du contexte boursier actuel :

- Sur la base d'une capacité bénéficiaire moyenne de 1,0 MMDH, le multiple des bénéfices moyen P/E s'établirait à 20,3x durant la période étudiée ;
- Tenant compte d'un EBE de 2.111 MDH en 2026E, le multiple VE/EBE s'établirait à 10,2x ;
- Pour sa part, Cosumar affiche l'un des meilleurs rendements du marché boursier à 4,9% en moyenne durant la période 2025E-2026E, soit un spread de plus de 180 PBS par rapport au marché Actions.

#### COSUMAR : BP PRÉVISIONNEL 2024A-2028E

INDICATEURS (MDH)	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
EBE	1.758	1.975	2.111	2.263	2.405
Marge d'EBE	17,2%	17,8%	18,0%	18,2%	18,3%
CAPEX	199	250	250	250	250
%CA	1,4%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%
BFR	3.584	3.329	3.401	3.482	3.549
% CA	35,0%	30,0%	29,0%	28,0%	27,0%
FCF ÉCONOMIQUES CALCULÉS	1.391	1.459	1.211	1.314	1.430
Marge FCF	10,1%	10,0%	8,0%	8,2%	8,6%

#### VENTILATION DE LA VE DU TITRE



#### COSUMAR : CALCUL DU COÛT DES FP

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

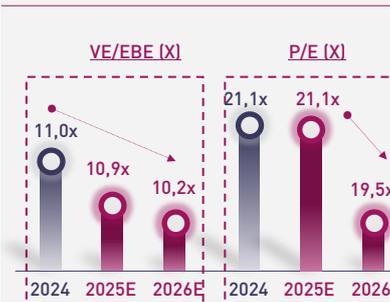
#### COSUMAR : CALCUL DU WACC

WACC	
Coût de la dette	5,0%
Levier financier	30,0%
<b>WACC</b>	<b>8,0%</b>

#### COSUMAR : COURS OBJECTIF

VALORISATION	
FCF actualisés 10 ans	9.803
Valeur terminale	14.648
<b>Valeur Economique</b>	<b>24.451</b>
Endettement Net 2024	556
<b>Capitaux Propres</b>	<b>23.895</b>
<b>CIBLE</b>	<b>253</b>

#### COSUMAR : MULTIPLES DE VALORISATION



Sources : Etats financiers Cosumar ,Office des changes, Bloomberg, 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  
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 Djado  
+237 681 77 89 40  
u.djado@attijarisecurities.com  
Douala

## Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

### BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui +212 5 29 03 68 27 a.alaoui@attijari.ma	Rachid Zakaria +212 5 29 03 68 48 r.zakaria@attijari.ma	Anis Hares +212 5 29 03 68 34 a.hares@attijari.ma	Alae Yahya +212 5 29 03 68 15 a.yahya@attijari.ma	Sofia Mohcine +212 5 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.

