

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME

| AFRIQUE | SEMESTRIEL AGR Africa Bond Index

EUROBONDS 2025 : LE MAROC ET L'ÉGYPTE SIGNENT UN RETOUR RÉUSSI

- 02 | Le Maroc marque un retour réussi sur le marché international de la Dette...
- 03 | ...porté par le renforcement de la stabilité économique, avec l'appui du FMI
- 04 | Égypte : une opération de refinancement stratégique bien accueillie...
- 05 | ...dans un contexte sous surveillance, quoiqu'en amélioration
- 06 | Synthèse des résultats au S1-25
- 10 | Présentation de l'AGR ABI



Attijari
Global Research

Calculated by

**S&P Dow Jones
Indices**

LE MAROC MARQUE UN RETOUR RÉUSSI SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL DE LA DETTE ...

En mars 2025, le Maroc a marqué son retour sur le marché international de la dette souveraine à travers une émission Eurobond en 2 tranches d'un montant total de 2 MM€, sa 1^{ère} émission en euro depuis 2020. Cette opération, fortement sursouscrite (environ 3,0x), illustre à la fois la confiance renouvelée des bailleurs de fonds étrangers et la capacité du Royaume à se positionner dans un environnement financier mondial encore incertain.

L'émission s'est articulée en deux tranches :

- Une première ligne court terme de 900 M€ sur 4 ans, avec un coupon de 3,875 % et un spread de 155 PBS ;
- Une seconde long terme de 1,1 MM€ sur 10 ans, assortie d'un coupon de 4,750 % et d'un spread de 215 PBS.

Comparée à la précédente émission en euro de septembre 2020, cette nouvelle opération marque une amélioration du profil de risque du Maroc.

HISTORIQUE DES LEVÉES À L'INTERNATIONAL (EN MILLIONS)



Dans un contexte de détente monétaire, notamment avec la baisse de 150 PBS des TD de la BCE depuis mi-2024, le Maroc a saisi une fenêtre pour se positionner sur les marchés internationaux. Ce choix stratégique est justifié par :

- Des anticipations monétaires favorables;
- Un environnement géopolitique relativement stable;
- Une forte demande domestique en Bons du Trésor en 2024.

Grâce à cette opération, le Maroc figure désormais au 8^{ème} rang des pays émergents émettant en euro en 2025, derrière la Croatie, la Roumanie et l'Arabie Saoudite. Cette performance s'inscrit dans un contexte de forte dynamique du marché, avec une hausse de 47% des émissions souveraines émergentes en euro, atteignant 47 MM€. Les objectifs de cette levée sont doubles :

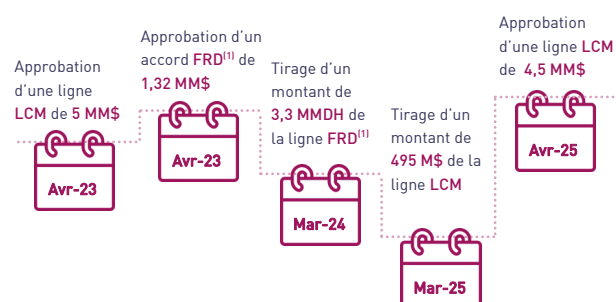
- **Financer les engagements en euro à moyen terme** : la Coupe du Monde 2030, la transition énergétique et l'infrastructure ;
- **Diversifier la structure et la devise de la dette** : Passer d'un financement majoritairement en dollar (émissions 2020 et 2023) à l'euro pour réduire la dépendance au billet vert et atténuer l'exposition au risque de change, face à la volatilité liée à la guerre commerciale.

...PORTÉ PAR LE RENFORCEMENT DE LA STABILITÉ ÉCONOMIQUE, AVEC L'APPUI DU FMI

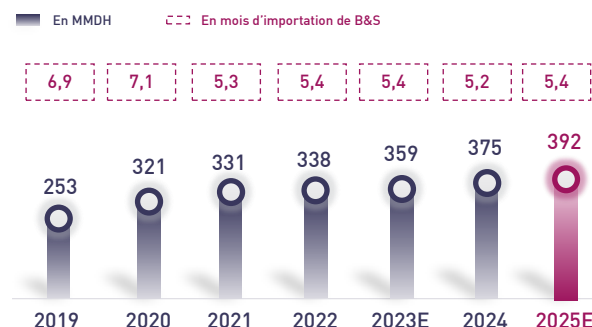
Cette solidité macroéconomique s'appuie également sur le soutien international dont bénéficie le Maroc. Après quatre accords successifs dans le cadre de la Ligne de Précaution et de Liquidité (LPL), le Royaume a reconduit en 2025 une 2^{ème} Ligne de Crédit Modulable (LCM) d'une durée de 2 ans avec le FMI. Malgré une succession de chocs exogènes: Pandémie, sécheresses répétées, séisme de 2023 et inflation mondiale, l'économie marocaine a fait preuve d'une solide résilience. Cette performance repose sur une Gouvernance rigoureuse : les réformes engagées dans le cadre du nouveau modèle de développement, telles que la réforme fiscale et la généralisation de la protection sociale. Parallèlement, la maîtrise du déficit budgétaire (moins de 4% du PIB en 2024), un taux d'endettement stable autour de 70% du PIB et des réserves de change couvrant 5,2 mois d'importations renforcent la confiance des marchés.

La reconduction de la LCM de 4,5 MM\$ en avril 2025, utilisée à titre préventif, témoigne de la confiance des partenaires internationaux dans la capacité du Maroc à faire face aux chocs externes et préserver ses équilibres macroéconomiques.

FMI : TIRAGES EXTÉRIEURS DU MAROC 23-25



MAROC : ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE CHANGE

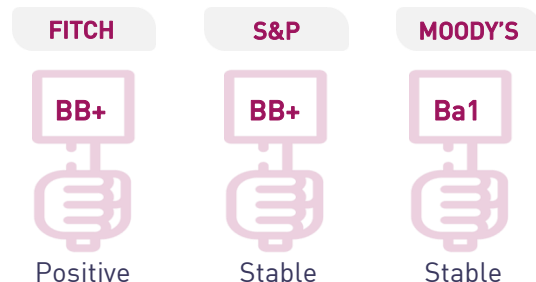


Cette résilience avérée, appuyée par les lignes de sécurité du FMI, a permis au Royaume de consolider la confiance des investisseurs et des agences de notation, maintenant ainsi des conditions d'accès favorables aux marchés. Une situation qui a permis de stabiliser la perception du risque souverain, de maintenir des notations positives ainsi que des primes de risque attractives envers le Royaume.

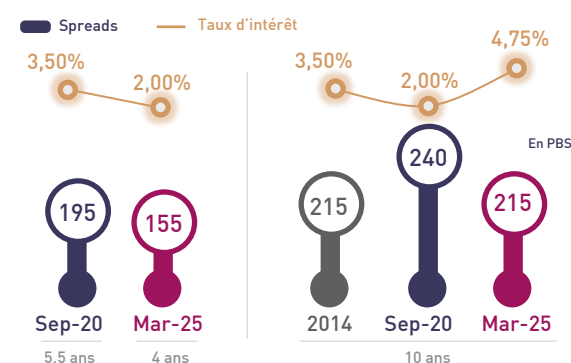
En mars 2025, Moody's a confirmé la note souveraine du Maroc avec une perspective stable, soulignant la bonne qualité des fondamentaux macroéconomiques, la gestion prudente de la dette publique et l'engagement avéré dans les réformes structurelles, malgré un contexte international incertain. Cette crédibilité se reflète également sur les marchés à travers une amélioration des spreads de crédit appliqués au Maroc et ce, en dépit du durcissement monétaire mondial. À titre d'exemple, le spread à 10 ans a reculé de 25 points de base (à 215 pbs) depuis la dernière émission en euro en 2020, dans un contexte global de hausse des taux. Plusieurs pays africains comme l'Égypte, la Côte d'Ivoire ou le Kenya ont dû offrir des rendements supérieurs à 8% pour réaliser des levées de fonds sur les marchés internationaux en 2025.

MAROC : NOTATIONS DES PRINCIPALES AGENCES

DETTE LT EN DEVISES ÉTRANGÈRES



ÉVOLUTION DES SPREADS DE CRÉDIT MAROC



ÉGYPTE : UNE OPÉRATION DE REFINANCEMENT STRATÉGIQUE BIEN ACCUEILLIE

L'émission Eurobond de janvier 2025 marque le retour de l'Égypte sur les marchés internationaux après deux années d'absence. L'opération a porté sur 2 MM\$, répartie en deux tranches : la première de 1,25 MM\$ à 5 ans avec un coupon de 8,625% et une seconde de 750 M\$ à 8 ans avec un coupon de 9,45%. En comparaison, l'émission précédente de février 2023 a été conclue à 1,5 MM\$ sur une unique tranche de 3 ans avec un coupon de 11,0%, soit un niveau de coût supérieur pour une maturité plus courte.

Malgré un coût moyen pondéré supérieur à 9%, cette dernière opération a suscité un fort engouement de la part des investisseurs internationaux. La Demande a atteint environ 9,8 MM\$, soit un taux de sursouscription de 5x. La tranche à 5 ans a généré, à elle seule, plus de 6,0 MM\$ de Demande, tandis que celle à 8 ans a enregistré près de 3,8 MM\$. Cette forte demande s'explique par un mix de facteurs :

Rareté de l'offre égyptienne:

- L'Égypte n'avait pas émis de dette internationale conventionnelle (hors sukuk) depuis février 2023. Cette pénurie de papier égyptien sur le marché secondaire a accru l'attrait de l'émission ;
- Les investisseurs déjà exposés souhaitaient potentiellement pondérer voire renforcer leurs positions.

Amélioration perçue du risque court terme:

- Les signaux envoyés par Le Caire fin 2024 (réforme du taux de change, discussions avec le FMI, préparation de privatisations, rationnement fiscal) ont été bien accueillis, améliorant le profil de risque sur l'horizon 5-8 ans.

Positionnement tactique de certains investisseurs:

- Certains fonds obligataires ont perçu cette émission comme un pari « trading » de MT, à savoir un rendement élevé au-delà d'un possible resserrement de spreads en cas d'amélioration du contexte économique ;
- Des arbitrages ont pu être réalisés au détriment d'émetteurs affichant des profils qui contrastent avec ceux de l'Égypte (Côte d'Ivoire, Sénégal ou plus le Nigéria).

Diversification géographique des portefeuilles:

- Les investisseurs en dette émergente cherchent souvent à diversifier leur exposition en Afrique. Or, la taille de l'économie égyptienne et son importance géopolitique lui donnent un statut d'émetteur incontournable.

Anticipation de décaissements multilatéraux à venir:

- L'accord avec le FMI en cours de renégociation, les promesses d'IDE du Golfe et d'éventuelles lignes bilatérales laissent anticiper des rentrées de devises importantes en 2025, améliorant le profil risque du pays à CT.

Structure de l'émission jugée « market-friendly »:

- Deux maturités (5 et 8 ans), montants raisonnables, libellé en dollars : un format lisible, liquide et conforme aux attentes des investisseurs internationaux.

COMPARATIF DES DERNIERS EUROBONDS (EN MN)



RÉSULTATS TECHNIQUES DE L'ÉMISSION JAN - 2025

Date d'émission	Janvier 2025	
Montant émis (Millions \$)	750	1 250
Maturité (ans)	8	5
Coupon (%)	9,45	8,625
S&P Rating	B ⁺	
Taux de sursouscription	4,9x	

...DANS UN CONTEXTE ENCORE SOUS SURVEILLANCE, QUOIQU'EN AMÉLIORATION

Cette dynamique positive autour de l'émission est une nouvelle illustration de l'amélioration du contexte économique en Egypte après une période empreinte de complexité.

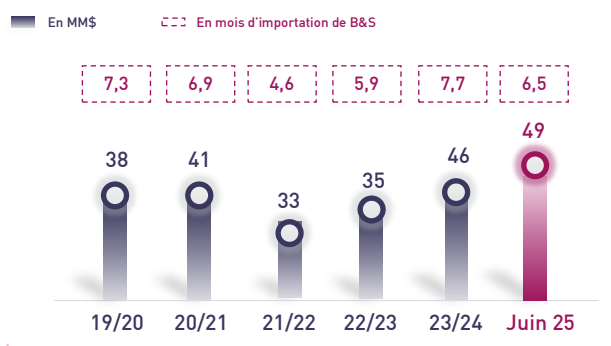
Pour rappel, l'émission qui a eu lieu en février 2023, a été réalisée dans un contexte tendu : gel partiel des IDE, chute des réserves de change, désencrage des anticipations d'inflation et absence de visibilité sur le programme avec le FMI. Le recours à un emprunt de court terme à un taux de 11% traduisait une situation qui requiert un refinancement urgent.

L'émission de janvier 2025 intervient dans un environnement toujours délicat mais où plusieurs signaux de stabilisation ont été observés :

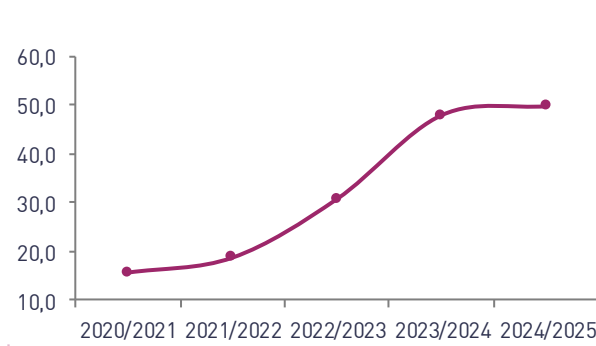
- Les réserves de change se sont redressées, atteignant 47,1 MM\$ en décembre 2024, contre 35,2 MM\$ en décembre 2023, reflétant une amélioration de la balance des paiements et un retour progressif des réserves de change ;
- L'accord avec le FMI a été re-calibré fin 2024, avec un calendrier de décaissements échelonnés, apportant une visibilité accrue sur les financements futurs ;
- La dépréciation de la Livre Egyptienne cumulée à plus de -65% sur trois ans, semble aujourd'hui mieux contrôlée, notamment grâce à un ancrage amélioré du régime de change et à une gestion fluide des flux de capitaux ;
- Le déficit budgétaire a reculé à 3,9% du PIB en 2023/2024, après avoir dépassé 6,0% en 2022/2023, avec un poids de la dette publique ramené à 84% du PIB contre 96% une année auparavant ;
- Enfin, après avoir atteint un pic à 40% en 2023, l'inflation a amorcé une phase de stabilisation, se maintenant autour de 35% en 2024, ce qui suggère un début de normalisation progressive des prix.

Malgré un contexte encore sous surveillance, la perception d'un risque moins aigu a permis à l'Égypte de revenir sur les marchés avec des maturités plus longues et des taux de sortie plus compétitifs. Ce regain de confiance reste toutefois conditionné à la poursuite des réformes et au soutien des bailleurs multilatéraux.

ÉGYPTE : ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE CHANGE



ÉGYPTE : ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE USD/EGP



L'émission égyptienne de 2025 a été effectuée à des conditions plus onéreuses que celles d'autres pays africains à l'instar de la Côte d'Ivoire (6,45% sur 11 ans) ou du Kenya (9,95% sur 11 ans). L'amélioration des conditions par rapport à 2023 est donc à relativiser. La prime de risque structurelle compense le niveau de la note souveraine (B- chez S&P, Caa1 chez Moody's) et la dépendance aux appuis extérieurs. Néanmoins, l'émission permet à l'Égypte de gagner un répit de liquidité à court terme. Les principaux risques identifiés incluent :

- Une pression persistante sur son compte courant avec un déficit qui s'est creusé pour atteindre -6,6 % du PIB en 2024 contre -1,20 % en 2023 ;
- Un service de la dette publique externe conséquent ;
- La dépendance persistante aux soutiens extérieurs. Depuis 2022, l'Égypte a reçu 3,2 MM\$ du FMI (EFF) et 1,3 MM\$ via le RSF. Le plan émirati de 35 MM\$ et les 6 MM\$ de la Banque Mondiale sont essentiels pour éviter une crise de liquidité.

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DURANT LE S1-25

Pour cette édition, nous avons choisi de retracer le comportement de l'indice **AGR Africa Bond Index (AGR ABI)** durant le S1-25. Voici les principaux résultats issus de cette analyse :

- L'indice AGR ABI ressort en hausse de +3,3% à 92,1 points au 1^{er} juillet 2025 contre 89,2 points au 1^{er} janvier 2025 ;
- La valeur de l'encours du gisement affiche une amélioration de +5,6% à 83,7 MM\$ contre 79,2 MM\$ au S2-24. Le nombre de constituants ressort à 71 lignes obligataires au terme du S1-25, contre 70 lignes un semestre auparavant ;
- L'intégration de deux nouvelles émissions Eurobond, respectivement émises par le Maroc et l'Égypte, chacune composée de deux lignes, ainsi que le retrait de trois lignes obligataires (Afrique du Sud, Égypte et Nigeria) présentant une maturité résiduelle inférieure à 6 mois ;
- L'indice AGR ABI continue d'être représenté par 5 principaux pays. Plus en détails, le Nigéria, le Kenya, l'Afrique du Sud, le Maroc et l'Égypte qui se partagent de manière quasi-similaire la représentativité dans l'indice ;
- L'observation de la ventilation actuelle de l'indice par l'agence de notation S&P montre la forte représentativité en poids des obligations notées B- qui concentrent 60,0% de l'indice AGR ABI. Par ailleurs, une quote-part de 67% du gisement présente des maturités résiduelles supérieures à 5 ans.

[1] Représentant 28% de l'indice AGR ABI

Sources : S&P Dow Jones Indices, Calculs & Analyse AGR

DÉTAIL DES RÉSULTATS AU TERME DU S1-25

Au cours du premier semestre 2025, l'indice **AGR Africa Bond Index** a enregistré une progression de +3,3%, passant de 89,2 points au 1^{er} janvier 2025 à 92,1 points au 1^{er} juillet 2025.

Par ailleurs, nous avons constaté le retrait de trois lignes de notre encours, chacune présentant une maturité résiduelle inférieure à six mois, ainsi que l'intégration de quatre autres issues de deux nouvelles émissions, émises respectivement par le Maroc et l'Égypte. Les performances de ce nouveau périmètre se déclinent comme suit :

• Poursuite de la progression de l'AGR Africa Bond Index

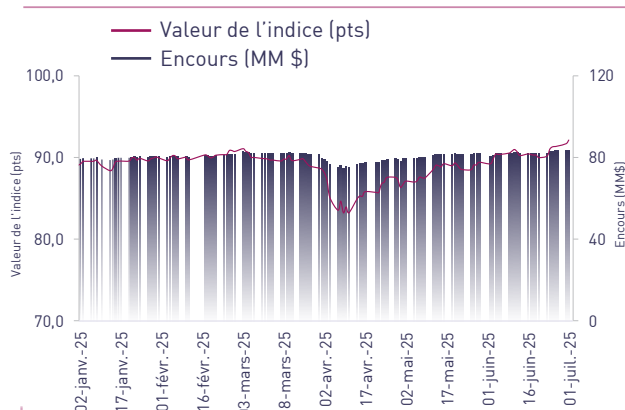
L'AGR Africa Bond Index a enregistré une hausse de +3,3 points, passant de 89,2 points au 1^{er} janvier 2025 à 92,1 points au 1^{er} juillet 2025. Cette performance s'est accompagnée d'une augmentation de +5,6% de l'encours total, qui atteint désormais 83,7 MM\$. Le nombre de lignes obligataires composant l'indice s'établit à 71 unités à fin juin 2025 contre 70 six mois plus tôt.

• Stabilité de la maturité résiduelle

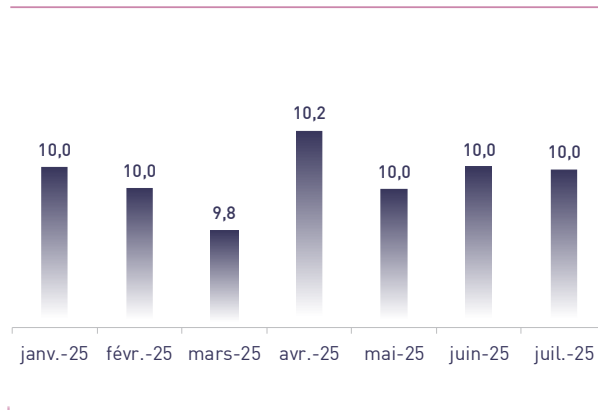
À l'issue des rebalancements mensuels opérés durant le S1-2025, la maturité résiduelle pondérée de l'indice AGR ABI se maintient à 10,0 ans, un niveau stable par rapport à celui observé fin S2-2024.

Il est à noter que près de 25% des Eurobonds composant l'indice affichent une maturité résiduelle supérieure à 15 ans.

ÉVOLUTION DE L'AGR ABI (PTS) VS. ENCOURS (MM\$)



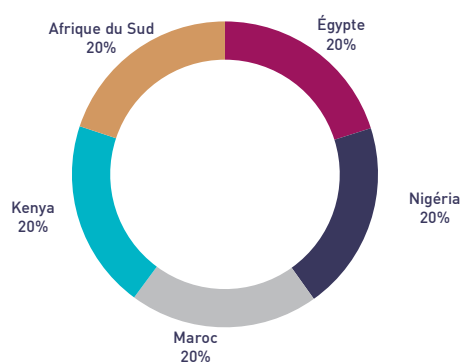
ÉVOLUTION DE LA MATURITÉ RÉSIDUELLE (ANS)



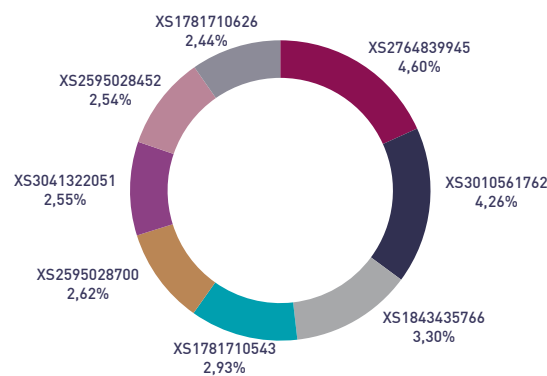
Les 5 pays composant l'AGR ABI à savoir l'Égypte, le Nigéria, le Maroc, le Kenya et l'Afrique du Sud se partagent de manière quasi-similaire la représentativité dans l'indice. En effet, lors de cette édition, nous relevons que chaque pays s'accapare près de 20% de la capitalisation du gisement.

En nombre de lignes, parmi les 71 constituants actuels de l'AGR Africa Bond Index, l'Égypte compte à elle-seule 25 émissions obligataires, soit près de 35% de notre univers.

AGR ABI : VENTILATION PAR PAYS



AGR ABI : POIDS DES PRINCIPALES LIGNES⁽¹⁾ (ISIN)



[1] Représentant 25% de l'indice AGR ABI

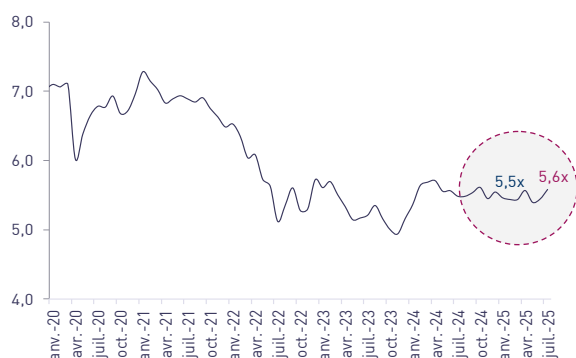
Sources : S&P Dow Jones Indices, Calculs & Analyse AGR

DÉTAIL DES RÉSULTATS AU TERME DU S1-25

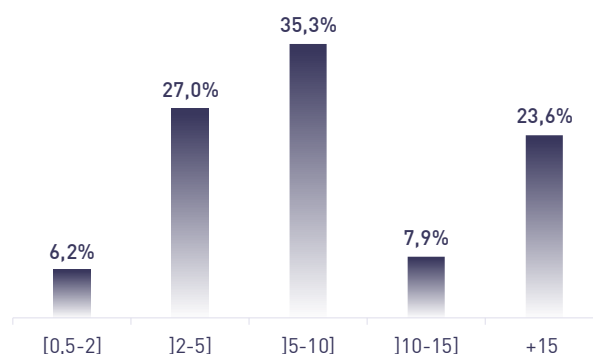
Le changement de périmètre de l'indice AGR ABI n'a pas eu d'impact sur notre indicateur de sensibilité⁽¹⁾. Celui-ci ressort à un multiple de 5,6x, quasi identique à celui observé au semestre précédent.

Les titres obligataires éligibles à cet indice peuvent être répartis en cinq catégories associées à différents intervalles de maturités résiduelles (0,5-2 ans, 2-5 ans, 5-10 ans, 10-15 ans et plus de 15 ans). Dans cette édition, nous relevons que l'indice AGR ABI est composé à hauteur de 67% de maturités résiduelles strictement supérieures à 5 ans.

AGR ABI : ÉVOLUTION DE LA SENSIBILITÉ



AGR ABI : VENTILATION PAR MATURITÉS⁽²⁾ (ANS)



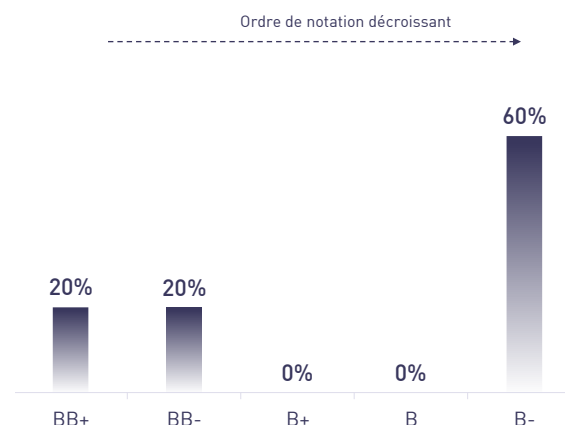
Le nombre de lignes constituant l'indice AGR ABI ressort à 71 en juillet 2025. En marge des rebalancing mensuels de l'indice AGR ABI opérés durant le premier semestre de l'année en cours, nous relevons :

- L'intégration de deux nouvelles émissions Eurobond, respectivement émises par le Maroc et l'Égypte, chacune composée de deux lignes, ainsi que le retrait de trois lignes obligataires (Afrique du Sud, Égypte et Nigeria) présentant une maturité résiduelle inférieure à 6 mois ;
- La forte contribution des obligations notées B- qui représentent 60,0% de l'indice AGR ABI. Les emprunts souverains notés BB- et BB+ représentent en cumulé les 40,0% restants.

ENTRÉES ET/OU SORTIES DE LIGNES DANS L'INDICE

Pays	Code ISIN	Description	Poids dans l'indice
Entrée			
Maroc	XS3041270664	MAGV 3.875 04/02/29	2,11%
	XS3041322051	MAGV 4.750 04/02/35	2,55%
Égypte	XS2989586941	EGGV 8.625 02/04/30 MTN	0,87%
	XS2990500766	EGGV 9.450 02/04/33 MTN	0,52%
Sorties			
A. du Sud	US836205AR58	ZAGV 5.875 09/16/25	1,82%
Égypte	XS2241075014	EGGV 5.250 10/06/25	0,52%
Nigéria	XS1910826996	NGGV 7.625 11/21/25 MTN	1,49%

VENTILATION DE L'INDICE PAR NOTATION S&P



(1) Sensibilité : exprimée en multiple (x), elle représente la variation du prix d'une obligation consécutive à une variation de 1% du taux d'actualisation. Cette notion de sensibilité tient compte de la pondération des lignes par leurs valeurs de marché.

(2) Maturité résiduelle

Sources : S&P Dow Jones Indices, Calculs & Analyse AGR

PRÉSENTATION DE L'AGR ABI

Dans le cadre de sa mission de représenter un centre de Recherche de forte notoriété basé en Afrique et dédié aux marchés africains, Attijari Global Research a lancé en mars 2019 un nouvel indice dénommé **AGR Africa Bond Index** « Code Bloomberg AGRAFBDT ».

Propriétaire intellectuel de l'indice, AGR s'est associé à S&P Dow Jones Indices, leader mondial dans le calcul et la conception d'indices.

AGR Africa Bond Index représente un indice Total Return libellé en USD. Son univers de base est le risque de crédit souverain en Afrique. Pour mieux se rapprocher de la réalité économique à l'échelle du Continent, une série de critères d'éligibilité a été retenue aux gisements notamment en matière de taille, de liquidité et de notation.

L'intérêt de cet indice est de suivre les encours d'émissions de dettes souveraines émises par les pays africains et libellées en devises. Il permet ainsi de :

- ◆ Analyser le comportement de la dette de manière générale dans le Continent ;
- ◆ Suivre un véhicule de financement avantageux en pleine expansion en Afrique ;
- ◆ Présenter un benchmark d'investissement qui pourrait être répliqué tout en respectant des standards de normes d'investissement, de taille et de diversification.

A travers cette publication, AGR renforce progressivement sa couverture des marchés africains dans un contexte particulier où les économies d'Afrique expriment un appétit plus prononcé pour les émissions de dette, notamment des Eurobonds (Cf. [Note Dette Afrique](#) parue le 15 mars 2019).

Le rôle de S&P Dow Jones Indices s'articule autour du calcul de l'indice selon les standards en la matière et conformément aux critères définis par AGR. Calculé sur une base quotidienne, cet indice est diffusé sur la plateforme Bloomberg. AGR procède à l'édition et à la publication du présent support selon une fréquence trimestrielle. Cette parution apporte une analyse détaillée de l'évolution de l'indice et de ses principales caractéristiques.

SPÉCIFICATIONS TECHNIQUES DE L'AGR ABI

CARACTÉRISTIQUES

Caractéristiques :

- **Type de rendement** : Total Return
- **Date de base** : 30 juin 2014
- **Devise de l'indice** : US Dollars
- **Valeur de base** : 100 pts

MÉTHODOLOGIE

- **Univers de base** : L'ensemble des pays d'Afrique auxquels nous appliquons les critères d'éligibilité de l'indice S&P AFRICA HARD CURRENCY SOVEREIGN BOND INDEX, et qui font ressortir 13 pays comprenant :
 - Botswana • Kenya • Namibie • Tanzanie • Zambie • Egypte • Maurice • Nigéria • Tunisie • Ghana
 - Maroc • Afrique du Sud • Ouganda.
- **Poids** : 20% par pays dans l'indice.
- **Critères d'éligibilité** :
 - ⇒ Maturité résiduelle de 6 mois signifie que toute ligne dont la maturité résiduelle est strictement inférieure ou égale à 6 mois est retirée de l'univers. De même, toute nouvelle ligne devrait justifier d'une maturité résiduelle strictement supérieure à 6 mois ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations libellées en EUR et USD ;
 - ⇒ L'encours minimum est fixé à 500 M\$ pour les obligations émises en USD et à 500 M€ pour les obligations émises en EUR ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations à taux fixe ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations remboursables in fine ;
 - ⇒ Inclut uniquement les obligations au minimum notées B3 / B- par l'agence S&P ;
 - ⇒ Inclut uniquement les émissions de type 144A*.
- **Calcul** :

Suit la méthodologie « S&P Fixed Income Index Mathematics Methodology » et l'ensemble des approches standards de S&P. Précisément, le calcul tient en compte le fait que les paiements des coupons et du principal sont conservés en espèces jusqu'à la prochaine date de rebalancement. Les prix retenus pour le calcul sont ceux de l'Offre en titre figurant dans la physionomie du marché.

- **Rebalancement** : Le rebalancement de l'AGR ABI a lieu chaque mois après la clôture du dernier jour ouvrable.
- **Planning de rebalancement Proforma** : J-3 à J, J étant la séance de cotation précédant la date effective du rebalancement.
- **Sélection** : S&P procédera à l'application des filtres mentionnés après chaque rebalancement.
- **Fréquence de calcul** : Fin de chaque jour ouvrable (EOD).
- **Jours de calcul** : Du Lundi au Vendredi.
- **Historique** : A compter du 30 Juin 2014.

* Reg 144A : réglementation préconisée par la Securities and Exchange Commission régissant les conditions d'accès aux marchés financiers américains pour les émetteurs étrangers.

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.iraqui@attijari.ma Casablanca
SENIOR ASSOCIATE Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 m.hadi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	INVESTOR RELATIONS ANALYST Nisrine Jamali +212 5 22 49 14 82 n.jamali@attijari.ma Casablanca
FINANCIAL ANALYST Anass Drif +212 5 22 49 14 82 a.drif@attijari.ma Casablanca	SENIOR ANALYST Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST Ulderic Djadjo +237 681 77 89 40 u.djadjo@attijarisecurities.com Douala	

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui +212 5 29 03 68 27 a.alaoui@attijari.ma	Rachid Zakaria +212 5 22 42 87 08 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@wafabourse.com
---	---	---	---	---

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi +212 5 22 54 42 98 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.tn

CEMAC - CAMEROUN

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

Activités de marchés

MAROC Mohammed Hassoun Filali +212 5 22 42 87 24 m.hassounfilali@attijariwafa.com	MAROC Amine Elhajli +212 5 22 42 87 09 a.elhajli@attijariwafa.com	MAROC Loubaba Alaoui Mdaghri +212 6 47 47 48 34 l.alaouim@attijariwafa.com	MAROC Dalal Tahoune +225 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.darwish@attijaribank.com.tn	TUNISIE Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabibi@attijaribank.com.tn	MIDDLE EAST - DUBAÏ Sherif Reda +971 50 560 88 65 sreda@attijari-me.com	UEMOA - CÔTE D'IVOIRE Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sib.ci	CEMAC Youssef Hansali (Gabon) +241 60 18 60 02 aref.gabsil@ugb-banque.com Elvira Nomo (Cameroun) +237 67 27 34 367 e.nomo@attijarisecurities.com

AVERTISSEMENT S&P DOW JONES INDICES

L'indice AGR Africa Bond est la propriété d'Attijari Global Research, qui a signé un contrat avec S&P Opco, LLC (une filiale de S & P Dow Jones Indices LLC) pour le calcul et la maintenance de l'Indice. L'indice n'est pas parrainé par S&P Dow Jones Indices, ses sociétés affiliées ou ses concédants de licence tiers (collectivement, S&P Dow Jones Indices). S&P Dow Jones Indices ne pourra être tenu responsable d'erreurs ou d'omissions dans le calcul de l'indice. «Calculated by S & P Dow Jones Indices» et la (les) marque (s) stylisée (s) correspondante (s) sont des marques de service de S&P Dow Jones Indices et ont été concédés sous licence à Attijari Global Research. S&P® est une marque déposée de Standard & Poor's Financial Services LLC («SPFS») et Dow Jones® est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»).

AVERTISSEMENT AGR

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

LIMITES DE RESPONSABILITÉ
L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

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

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

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

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

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

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

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