

RESEARCH REPORT

EQUITY

OCTOBRE
2025

MAROC TELECOM : UN RÉÉQUILIBRAGE ENTRE INVESTISSEMENT ET DIVIDENDE

- 03 | Des réalisations semestrielles en ligne avec nos prévisions 2025E
- 04 | Vers un effort d'investissement plus soutenu à horizon 2030E
- 05 | Révision de notre scénario de croissance MT et du cours objectif
- 06 | Une capacité indéniable à préserver le statut de « *valeur de rendement* »



Attijari
Global Research

CONSERVER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	24/03/2025
Ancien cours objectif	122 DH

MAROC TELECOM

Secteur	TELECOMS
Reuters	IAM.CS
Bloomberg	IAM MC

110 DH

Actuel	121 DH
Potentiel	-9%
Horizon	12 Mois

EXECUTIVE SUMMARY

En marge de notre analyse des réalisations de Maroc Telecom en 2025 et tenant compte des tendances sectorielles identifiées, nous avons procédé à l'actualisation de notre scénario de croissance sur la période 2026E-2028E. Au terme de cet exercice, nous avons révisé à la baisse le cours objectif du titre Maroc passant de 122 DH initialement à 110 DH.

Sur la base d'un cours marché de 121 DH⁽¹⁾ nous recommandons de **CONSERVER** le titre Maroc Telecom dans les portefeuilles, grâce principalement à son statut de *valeur de rendement*.

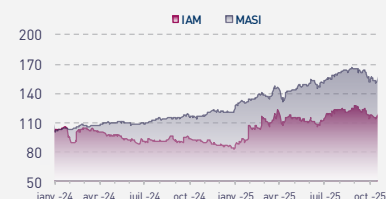
Notre analyse du Groupe Maroc Telecom s'articule autour des points suivants :

- Les réalisations de l'opérateur au titre de ce 1^{er} semestre confortent notre scénario de croissance annuel 2025E, communiqué en janvier dernier ([Maroc Telecom Résultats 2024](#)). Malgré les pressions concurrentielles et réglementaires, Maroc Telecom arrive à défendre une marge d'EBITDA attractive au-dessus des 50,0% ;
- Afin de mieux accompagner la stratégie nationale « Digital Morocco 2030 », le Groupe serait amené à réajuster sa politique d'investissement. Cette situation se traduirait selon nous, par un ratio moyen CAPEX/CA de 22,0% durant la période 2025E-2028E contre un scénario initial de 19,0%. Dans ce contexte, nous croyons que Maroc Telecom adopterait au mieux un payout de 70,0% en cohérence avec ce nouveau cycle d'investissement ;
- Tenant compte des perspectives de croissance modérées de la capacité bénéficiaire de Maroc Telecom, le rendement de dividende devient ainsi l'un des principaux atouts du titre. Sur la base de notre cours fondamental de 110 DH, le D/Y du titre ressort à 4,4% en moyenne sur le MT. Il s'agit d'un niveau très correct dans un contexte où les valeurs de rendement se font de plus en plus rares sur le marché Actions marocain.

Mahat Zerhouni

Senior Associate
+212 529 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
Maroc Telecom	-1,5	+0,1	+32,3
MASI	-3,0	+0,9	+37,4

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
Maroc Telecom	24	25	28
MASI	447	490	450

Capitalisation	Au 21/10/2025
En MDH	106.458
En M\$	11.572

Cours arrêtés au 21/10/2025

⁽¹⁾ Cours au 21/10/2025

Sources : CP & États financiers Maroc Telecom S1-25, Calculs et Estimations AGR



DES RÉALISATIONS SEMESTRIELLES EN LIGNE AVEC NOS PRÉVISIONS 2025E

Des résultats qui confortent nos prévisions annuelles 2025E

Au titre du 1^{er} semestre 2025, Maroc Telecom affiche des résultats en ligne avec nos prévisions annuelles, communiquées en janvier dernier ([Maroc Telecom Résultats 2024](#)). Le CA, l'EBE et le RNPG ajustés affichent des taux de réalisation annuels respectifs de 48%, 47% et 49%. Ainsi, nous maintenons inchangées nos prévisions de croissance pour 2025E.

Un marché domestique mature ..., toujours sous pression concurrentielle

Au terme de ce 1^{er} semestre, les revenus Maroc du Groupe poursuivent leur tendance baissière, reculant de -3,4% à 9,2 MMDH. À l'origine, le repli de l'activité Mobile de -6,0% à 5,1 MMDH en raison de l'effet substitution *Voix-OTT*⁽¹⁾. À noter que depuis juin 2024, nous relevons un rééquilibrage du paysage concurrentiel au niveau du segment Mobile à travers des PDM respectives de 32,6%⁽²⁾ pour Maroc Telecom, 34,1% pour Medi Telecom et 33,3% pour Wana Corporate. Une telle configuration confirme le niveau de maturité avancé du segment Mobile au Maroc et ce, après une intensification de la concurrence au cours des dernières années.

Par ailleurs, le segment Data Fixe au Maroc demeure le principal relais de croissance au niveau du marché domestique. Celui-ci affiche une progression de +3,6% de ses revenus au S1-25, portée par la bonne tenue du trafic Data Fixe (+9%) et du parc clients FTTH⁽³⁾ (+30%).

Les filiales africaines..., principal moteur de la croissance du Groupe à LT

Au sein des pays de présence en Afrique, Maroc Telecom fait face à des pressions réglementaires et fiscales croissantes. Concrètement, nous relevons le renforcement des exigences en matière d'identification des clients ainsi que des contrôles plus stricts sur la couverture et la qualité des services offerts par les différents opérateurs.

L'entrée de l'opérateur Starlink⁽⁴⁾ sur les marchés nigérien et tchadien constitue une source de risque à surveiller de très près. Malgré l'intensification de la concurrence, Maroc Telecom arrive à préserver une dynamique positive de ses revenus à l'international au S1-25, à travers une hausse du CA de +5,3% à effet de change constant (+1,2% en affiché). À l'origine, la bonne dynamique de la *Data Mobile*, du *Mobile Money* et de l'*Internet Fixe* qui contrebalancent la tendance baissière de fond des terminaisons d'appels Mobile en Mauritanie, en Côte d'Ivoire et au Togo.

La résilience des marges..., un signal d'assurance pour le futur

Le Groupe démontre une solide résilience de ses niveaux de rentabilité à travers une marge d'EBITDA consolidée qui se maintient au-dessus des 50,0%. Cette performance atteste de la gestion rigoureuse des coûts et de la marge de manœuvre dont dispose le Management au sein de ses filiales à l'international.

Un tel niveau de marge permet à Maroc Telecom de préserver sa forte capacité à générer le cash et par conséquent, de soutenir son effort d'investissement à travers un ratio CAPEX/CA moyen de 22,0% prévu sur la période 2025E-2028E.

MAROC TELECOM: RÉSULTATS CONSOLIDÉS S1-25 VS. PRÉVISIONS AGR 2025E

EN MDH	S1-24	S1-25	VAR	AGR 25E	VAR 25E	TR 2025 ⁽⁵⁾
CA Consolidé	18 260	18 041	-1,2%	37 203	+1,4%	48%
CA Net Maroc	9 521	9 200	-3,4%	19 101	-0,2%	48%
CA Net International	9 326	9 440	+1,2%	19 267	+3,0%	49%
EBITDA publié	9 478	9 082	-4,2%	19 314	+0,6%	47%
Marge EBITDA	51,9%	50,3%	-1,6 pts	51,9%	-0,4 pt	
EBITA ajusté ⁽²⁾	5 935	5 961	+0,4%	12 869	+4,4%	46%
Marge EBIT	32,5%	33,0%	+0,5 pt	34,6%	1,0 pt	
EBITA publié	-72	7 827	+7 899 MDH	12 869	+116,1%	-
Marge EBIT	NS	43,4%	-	34,6%	-0,4 pt	
RNPG ajusté ⁽²⁾	2 943	2 959	+0,5%	6 038	-1,5%	49%
Marge nette	16,1%	16,4%	+0,3 pt	16,2%	-0,5 pt	
RNPG publié	-1 147	4 117	+5 264 MDH	6 038	+4 237 MDH	-
Marge nette	NS	22,8%	-	16,2%	+11,3 pts	
CAPEX	3 232	3 184	-1,5%	6 910	-38,1%	46%
CAPEX/CA	17,6%	15,7%	-1,9 pts	18,6%	-11,8 pts	
CFFO ajusté	4 839	5 067	+4,7%	8 584	+4 688 MDH	59%
CFFO/EBITDA	51%	56%	+5,0 pts	44%	+24,0 pts	

⁽¹⁾ Remplacement des appels vocaux traditionnels par les appels sur IP WhatsApp, Facebook, WeChat, ...

⁽²⁾ Calculé à fin mars 2025 selon l'ANRT / ⁽³⁾ Fiber To The Home

⁽⁴⁾ Starlink : Starlink est la filiale de SpaceX qui fournit un accès Internet haut débit par une constellation de satellites en orbite basse, afin de couvrir même les zones mal desservies.

⁽⁵⁾ TR: Taux de réalisation : résultat S1-25R / AGR Prévision annuelle 2025E

VERS UN EFFORT D'INVESTISSEMENT PLUS SOUTENU À HORIZON 2030E

Les nouveaux relais de croissance au Maroc : Fibre Optique, 5G, Services Digitaux

Le marché marocain bien que mature sur le segment conventionnel du Mobile, recèle un potentiel de développement intéressant sur d'autres niches :

- Le projet UniFiber, mené en JV avec Inwi, prévoit le déploiement de 3 Mn de prises FTTH⁽¹⁾ sur 5 ans. L'objectif étant de répondre à la Demande croissante des Particuliers et des Entreprises ;
- Le lancement progressif de la 5G à partir de novembre 2025, avec des offres premium, vise à soutenir la dynamique des revenus Data à travers une légère amélioration de l'ARPU Mobile. Le projet Unitower, qui prévoit l'installation de 6.000 tours télécoms 5G (dont 2.000 d'ici 2028), représente un levier pour le développement des services B2B, Cloud et IoT à travers le renforcement de la couverture et de la qualité des réseaux ;
- La montée en puissance de la Fintech et des Services Digitaux (solutions de paiement Mobile), contribuerait à compenser la tendance baissière des revenus de la voix Mobile.

Ces initiatives sont au cœur de la stratégie nationale « Digital Morocco 2030 » qui vise à élargir l'accès au FTTH⁽¹⁾ à plus de 5,6 Mn de ménages et à couvrir 70% de la population en 5G d'ici 2030.

Une contribution des filiales africaines qui franchit la barre des 50% dans les revenus

Les filiales africaines constituent un levier de croissance à LT et de diversification géographique pour Maroc Telecom. À périmètre constant⁽²⁾, le CA à l'international progresse de +5,3% au S1-25 porté par la *Data Mobile* et le *Mobile Money*. Avec une contribution de plus de 50% aux revenus, les performances des filiales africaines seraient plus visibles sur les réalisations futures du Groupe.

Ces filiales disposent d'une marge de progression intéressante de leur rentabilité par rapport au Maroc (marge d'EBE 45,0% Vs. 52,0%). Néanmoins, la progression des marges serait ralentie par le contexte réglementaire en Afrique qui se renforce à travers une accentuation de la pression fiscale et des contrôles plus stricts au niveau de la couverture réseau. Dans ces conditions, un relèvement de l'effort d'investissement est indispensable.

Ajustement de notre scénario de croissance sur la période 2026E-2028E

La dynamique de l'activité serait modérée dans la mesure où le Mobile au Maroc poursuivrait sa tendance baissière. Les relais de croissance (Moov Africa, Fibre, co-entreprises stratégiques) permettront progressivement de contrebalancer la baisse attendue de ce segment sur le MT.

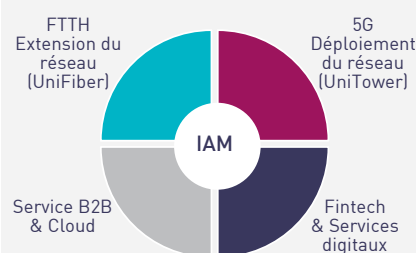
- 2025A** : Sur la base des réalisations du Groupe durant ce 1^{er} semestre, nous maintenons nos prévisions annuelles inchangées telles que précédemment exposées ;
- 2026E-2028E** : Nous retenons un TCAM des revenus de +2,0% qui tient compte de la baisse du segment Mobile au Maroc et de la montée progressive des relais de croissance. La marge d'EBITDA se maintiendrait au-dessus des 51,0% et le RNPG passerait de 6,1 à 6,3 MMDH.

L'effort d'investissement attendu se traduirait par un ratio moyen CAPEX/CA de 22,0% sur la période étudiée contre un scénario initial de 19,0%. Dans ces conditions, nous croyons que Maroc Telecom adopterait au mieux un payout de 70% en cohérence avec cette phase intense en termes d'investissement. Le DPA moyen ressort à 5,0 DH équivalent à un D/Y⁽³⁾ de 4,5%.

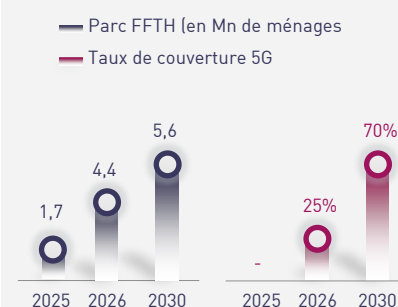
MAROC TELECOM : NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE 2024R-2028E

EN MDH	2024R	2025A	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires	36 699	37 203	37 889	38 593	39 431
Croissance	-0,2%	+1,4%	+1,8%	+1,9%	+2,2%
EBITDA récurrent	19 197	19 333	19 697	19 998	20 375
Croissance	-0,9%	+0,7%	+1,9%	+1,5%	+1,9%
Marge EBITDA	52,3%	52,0%	52,0%	51,8%	51,7%
RNPG récurrent	6 132	6 038	6 149	6 175	6 309
Croissance	-1,0%	-1,5%	+1,8%	+0,4%	+2,2%
Marge nette	16,7%	16,2%	16,2%	16,0%	16,0%
CAPEX	11 164	7 812	8 255	8 606	8 986
%CA	30,4%	21,0%	21,8%	22,3%	22,8%
DPA	1,43	4,81	4,90	5,00	5,20
Payout cible	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
D/Y (cours au 21/10/25)	1,7%	4,0%	4,1%	4,1%	4,3%

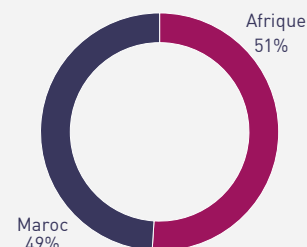
MT : LEVIERS DE CROISSANCE AU MAROC



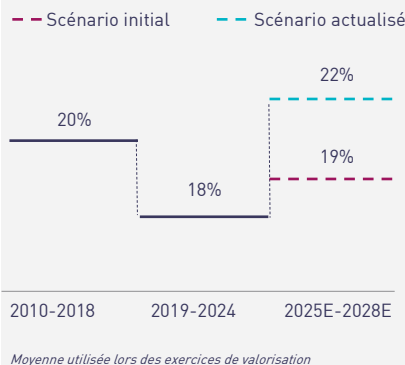
OBJECTIFS DU DIGITAL MOROCCO 2030



MT : RÉPARTITION DU CA CONSOLIDÉ



MT : ÉVOLUTION DU RATIO CAPEX/CA



Moyenne utilisée lors des exercices de valorisation

⁽¹⁾ FTTH : Fiber to the Home

⁽²⁾ Maintien d'un taux de change constant MAD/Ouguiya/ Franc CFA

⁽³⁾ Le D/Y est calculé sur la base du cours objectif de 110 DH

RÉVISION DE NOTRE SCÉNARIO DE CROISSANCE MT ET DU COURS OBJECTIF

En marge de notre exercice de valorisation de Maroc Telecom selon la méthode des DCF somme des parties, nous aboutissons à une valeur des FP de 95 MMDH équivalente à un cours par Action de 110 DH. Plus en détails :

- La VE des activités au Maroc ressort à 83 MMDH, contribuant à 68% de la valeur cible ;
- La VE des activités à l'international est de 39 MMDH, représentant 32% de la valeur cible ;
- L'Endettement Net consolidé retenu est de 18 MMDH à fin juin 2025 ;
- La valeur revenant aux minoritaires est estimée à 8 MMDH, représentant en moyenne 20% de la VE des filiales à l'international.

Au vu du cours actuel de 121 DH, nous recommandons de **CONSERVER le titre Maroc Telecom**. En effet, les multiples de valorisation du titre nous semblent cohérents avec le profil de croissance de ses bénéfices et de son rendement de dividende. En tant que « valeur de rendement », le D/Y moyen sur la période 2025-2027 nous semble correct, soit 4,5%.

Scénario de croissance des activités au Maroc sur la période 2025A-2028E

- ⇒ Décélération de la baisse de l'activité Mobile au Maroc durant la période prévisionnelle à travers un TCAM du CA de -0,2% ;
- ⇒ TCAM du segment Fixe de +3,0% soutenu par la dynamique *Data-FTTH* ;
- ⇒ Marge d'EBITDA autour des 56,0% justifiée par une capacité déjà avérée à optimiser ses coûts opérationnels ;
- ⇒ Ratio CAPEX/CA de 20,0% contre 16,0% initialement prévu en raison des besoins exigés par le nouveau plan d'investissement à horizon 2030.

MAROC TELECOM: FCF GÉNÉRÉS PAR LES ACTIVITÉS AU MAROC 2024R-2028E

MAROC (EN MDH)	2024R	2025E	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires	19 143	19 101	19 038	18 962	18 993
Croissance	-2,0%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	+0,2%
Mobile	-5,5%	-5,0%	-4,0%	-3,5%	-3,0%
Fixe	+2,3%	+2,5%	+3,0%	+3,0%	+3,0%
EBITDA	11 091	10 888	10 813	10 676	10 636
Marge EBITDA	57,9%	57,0%	56,8%	56,3%	56,0%
CAPEX	3 198	3 573	3 847	4 002	4 066
% CA	16,7%	18,7%	20,2%	21,1%	21,4%
FCF - Calculés AGR	3 574	6 151	4 300	4 048	3 985
% CA	18,7%	32,2%	22,6%	21,3%	21,0%

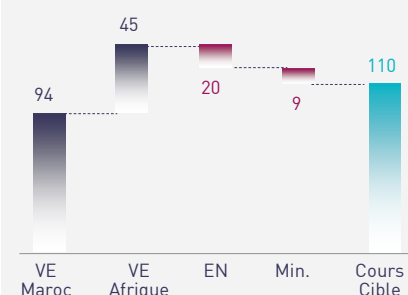
Scénario de croissance des activités à l'international sur la période 2025A-2028E

- ⇒ TCAM des revenus de +4,0%, supérieur au rythme de croissance observé au Maroc ;
- ⇒ Marge d'EBITDA en amélioration continue, soit d'en moyenne +0,4 pt par an. L'objectif étant de se rapprocher progressivement des niveaux observés au Maroc. Sur le LT, nous croyons que les activités au Maroc disposeraient toujours d'une profitabilité supérieure à celle des filiales en Afrique ;
- ⇒ Ratio CAPEX/CA de 22,0%, en cohérence avec la moyenne observée durant les 5 dernières années (2020-2024).

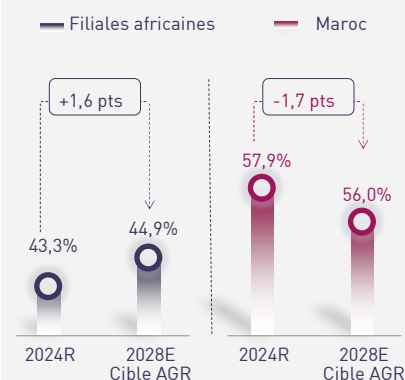
MAROC TELECOM: FCF GÉNÉRÉS PAR LES ACTIVITÉS À L'INTERNATIONAL 2024R-2028E

INTERNATIONAL (EN MDH)	2024R	2025E	2026E	2027E	2028E
Chiffre d'affaires	18 706	19 267	20 038	20 839	21 673
Croissance	+1,8%	+3,0%	+4,0%	+4,0%	+4,0%
EBITDA	8 106	8 446	8 884	9 322	9 738
Marge EBIT	43,3%	43,8%	44,3%	44,7%	44,9%
CAPEX	7 966	4 239	4 408	4 585	4 768
% CA	42,6%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
FCF - Calculés AGR	322	1 608	3 111	3 140	3 165
% CA	1,7%	8,3%	15,5%	15,1%	14,6%

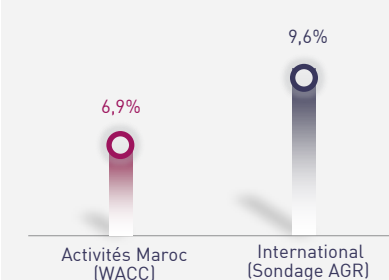
MT : COURS CIBLE PAR ACTION (DH)



MT : ÉVOLUTION DE LA MARGE EBITDA



MT : TAUX D'ACTUALISATION UTILISÉ



UNE CAPACITÉ INDÉNIABLE À PRÉSERVER LE STATUT DE « VALEUR DE RENDEMENT »

Un réajustement logique du payout en vue de soutenir l'effort d'investissement

En 2019, la politique de distribution de Maroc Telecom a connu un réajustement baissier qui selon nous, devrait se maintenir sur le MT. À l'origine, les nouvelles exigences relatives à la mise à niveau du réseau, au déploiement de la Fibre et de la 5G. Une tendance qui devrait s'accélérer au fur et à mesure de l'approche de l'échéance phare de l'organisation de la Coupe du Monde 2030.

Nous distinguons trois phases concernant la politique de distribution du dividende :

- **2010-2018** : Taux de distribution optimal autour des 100% conjugué à un ratio CAPEX/CA qui s'élève à 20,0% en moyenne annuelle ;
- **2019-2024** : Payout bas de 54% en moyenne en raison de l'impact des amendes infligées à l'opérateur⁽¹⁾ (12,1 MMDH), du don relatif à la crise Covid-19 (1,0 MMDH) et de la contribution au Fonds spécial dédié au séisme d'Al Haouz (700 MDH). À noter que le ratio CAPEX/CA s'élevait en moyenne à 18,0% sur cette période ;
- **2025-2028** : Normalisation du taux de distribution autour des 70,0% en raison des efforts d'investissement importants durant cette période. En effet, nous anticipons un maintien du ratio CAPEX/CA au-dessus des 22,0% sur cette période.

Une structure financière solide..., soutenue par la résilience des marges

Grâce à la résilience de ses niveaux de profitabilité (marge d'EBITDA structurellement au-dessus des 52,0%) et à son BFR négatif, Maroc Telecom serait en mesure de soutenir son nouveau cycle d'investissement sans pour autant dégrader la qualité de son Bilan.

D'une part, l'EN du Groupe qui s'élève à 17,7 MMDH à fin juin 2025 représente moins de 12 mois d'EBITDA. En d'autres termes, Maroc Telecom pourrait théoriquement rembourser sa dette nette en mobilisant 90% de son EBITDA annuel. Des niveaux meilleurs par rapport à ses pairs régionaux dont le ratio moyen EN/EBITDA ressort à 1,3x, soit une prime de +44%.

D'autre part, le cash généré par l'exploitation couvrirait selon nos estimations, 90% des besoins d'investissement sur la période prévisionnelle, soit un ratio CFO/CAPEX de 0,9x. Ce ratio demeure inférieur au niveau moyen observé sur la période 2019-2024 (1,5x), sous l'effet de l'importance du programme d'investissement à horizon 2030E.

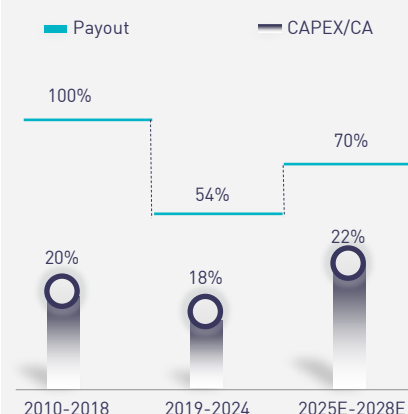
Un couple « P/E-D/Y » en cohérence avec le contexte actuel du marché boursier

Tenant compte des perspectives de croissance modérées de la capacité bénéficiaire de Maroc Telecom sur le MT (soit un TCAM 25E-28E de +1,5%), le rendement de dividende devient ainsi l'un des principaux atouts du titre.

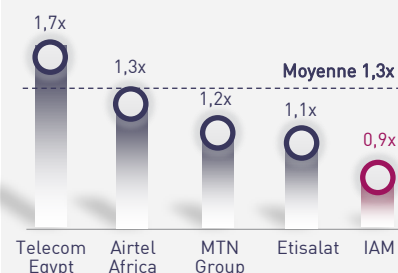
Tenant compte d'un payout de 70,0% et de notre valorisation fondamentale de 110 DH, le D/Y cible du titre ressort à 4,4%. Un niveau correct dans un contexte où les « valeurs de rendement » sur le marché marocain se font de plus en plus rares en raison de l'envolée des cours en Bourse. Plus en détails, le D/Y du titre Maroc Telecom affiche un spread de +210 PBS par rapport au MASI (2,3%) et de +190 PBS par rapport au rendement benchmark du BDT 5 ans (2,5%).

Au final, un P/E⁽²⁾ fondamental de 16,0x adossé à un D/Y⁽²⁾ de 4,4% pour un titre de rendement par excellence à l'image de Maroc Telecom, nous semble défendable dans un marché qui se traite à 21,0x en 2025E.

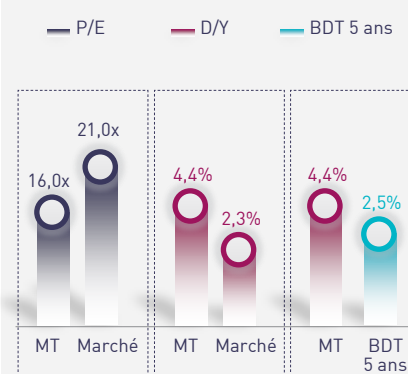
MT : SCÉNARIO DU PAYOUT MOYEN (%)



MT : POSITIONNEMENT EN/EBITDA 25E



MT : D/Y⁽²⁾ VS. P/E(x)⁽²⁾ RÉCURRENT



⁽¹⁾ 2020 : 3,3 MMDH amende de l'ANRT pour abus de position dominante
 2022 : 2,45 MMDH astreinte imposée par l'ANRT suite à des pratiques anticoncurrentielles
 2024 : 6,3 MMDH amende en faveur d'Inwi pour pratiques anticoncurrentielles

⁽²⁾ P/E et D/Y sont calculés sur la base de notre cours objectif de 110 DH

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ÉCONOMIE Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 l.oudghiri@attijari.ma Casablanca	SENIOR MANAGER Maria 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	FINANCIAL ANALYST Anass Drif +212 5 22 49 14 82 a.drif@attijari.ma Casablanca
ANALYST UEMOA Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@attijari.ma Casablanca	SENIOR ANALYST Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST Ulдерic 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@wafabourse.com	Mehdi Benckekroun +212 5 29 03 68 14 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.benrhomdane@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'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 Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.