

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	18/07/2023
Ancien cours objectif	19.674 FCFA

SONATEL

Secteur	TELECOMS
Reuters	SNTS.CI
Bloomberg	SNTS BC

33.490 FCFA

Actuel 02/07/2025	25.080 FCFA
Potentiel	+34%
Horizon	18 Mois

EXECUTIVE SUMMARY

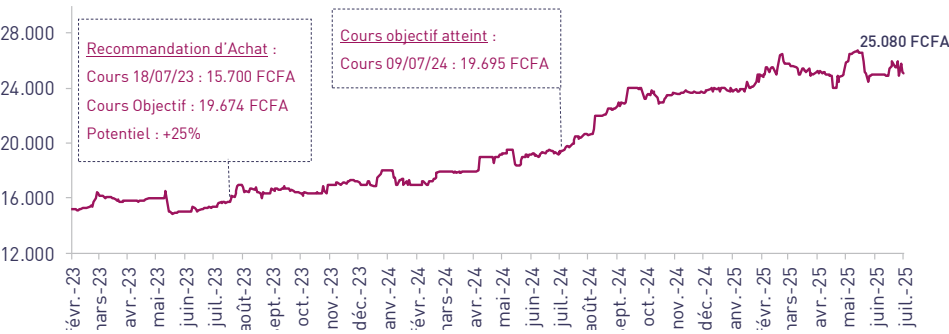
La Sonatel affiche une résilience affirmée dans l'ensemble de ses pays de présence. Malgré une concurrence accrue et un environnement réglementaire plus strict, l'opérateur parvient à défendre sa position de leader sur ses différents marchés (Sénégal, Mali, Guinée, Guinée-Bissau et Sierra Léone).

La Sonatel s'inscrit pleinement dans une dynamique de transformation numérique en jouant un rôle clé dans le développement des infrastructures et des usages digitaux. Dans ce contexte, l'opérateur a articulé sa stratégie autour de deux principaux axes : (1) l'extension de son parc Data et (2) la consolidation de son Offre de services via Orange Money.

Depuis la publication de notre note de recherche en mars 2024 ([Cf. Research Paper- Sonatel Résultats 2023](#)), le titre Sonatel a suivi une tendance haussière, atteignant notre cours objectif initial de 19.674 FCFA en l'espace de 4 mois seulement. Cette performance traduit la résilience de la croissance, de la profitabilité et de la politique de dividende sur le MT.

En marge de notre actualisation des perspectives de croissance de la Sonatel, nous avons révisé notre cours objectif du titre à **33.490 FCFA**, offrant un upside en Bourse de **+34%** par rapport au cours actuel de 25.080 FCFA (au 02 juillet 2025). Le titre Sonatel demeure toujours attractif à travers un P/E 25E<sup>(1)</sup> de 7,0x en deçà de la moyenne sectorielle et un D/Y 25E<sup>(1)</sup> de 8,0%, supérieur au rendement de dividende offert par la BRVM. Au final, nous maintenons notre recommandation d'ACHAT du titre Sonatel.

SONATEL : ÉVOLUTION DU TITRE EN BOURSE VS. RECOMMANDATIONS AGR



(1) Sur la base des cours arrêtés au 02/07/2025

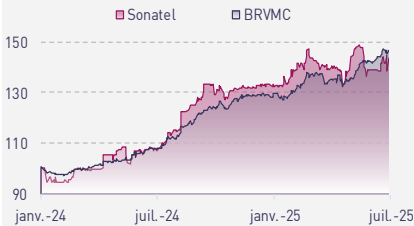
Oussama Boutabaa

Analyst UEMOA  
+212 522 49 14 82  
o.boutabaa@attijari.ma

Mahat Zerhouni

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

ÉVOLUTION DU TITRE



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
Sonatel	0,3	-0,9	29,3
BRVM COMPOSITE	1,1	6,3	32,9

VMQ (MXOF)	1 M	3 M	12 M
Sonatel	368	270	266
BRVM COMPOSITE	1.430	1.146	888

Capitalisation	Au 02/07/2025
En MXOF	2.508.000
En M\$	4.494

Cours arrêtés au 02/07/2025



## UNE RÉSILIENCE CONFIRMÉE..., UNE POLITIQUE DE DIVIDENDE GÉNÉREUSE

### Une performance robuste portée par la « DATA » et « Orange Money »

La Sonatel affiche une solide résilience dans l'ensemble des pays de présence. En dépit d'une concurrence accrue et un environnement globalement difficile, l'opérateur parvient à maintenir sa position de leader (Sénégal, Mali, Guinée, Guinée-Bissau et Sierra Leone).

À l'analyse des résultats 2024R de la Sonatel, nous relevons les points suivants :

- Le CA consolidé du Groupe s'établit à 1.776 MMFCFA, quasiment en ligne avec notre dernière prévision de 1.786 MMFCFA ([Cf. note AGR Sonatel - Recommandation d'Achat](#)). Cette croissance est portée par la montée en puissance de la Data, de l'Internet Fixe et d'Orange Money ;
- L'EBITDA ajusté s'élève à 851 MMFCFA au-dessus de nos prévisions de 798 MMFCFA, en progression de +16,8% . À cet effet, la marge d'EBITDA s'améliore de +3,0 points à 47,9% traduisant la bonne maîtrise des charges opérationnelles ;
- Le RNPG récurrent progresse de +17,6% à 329 MMFCFA, légèrement en dessous de notre prévision de 353 MMFCFA. Cette performance est portée par le développement des activités à plus forte valeur ajoutée conjugué à la bonne maîtrise des charges.

Au titre de l'exercice 2024, la Sonatel propose un DPA de 1.839 FCFA largement au-dessus des attentes du marché. Il s'agit d'un payout de 56% et d'un D/Y attractif de 7,7%<sup>(1)</sup>. Parallèlement, les investissements du Groupe se sont élevés à 301 MMFCFA, représentant 16,9% du CA 2024. Cet effort d'investissement vise à soutenir l'expansion des réseaux 4G, la fibre optique ainsi que le

### SONATEL : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2024R VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

EN MM FCFA	2023R	2024R	VAR	AGR 24E	VAR 24E	TR 2024 <sup>(2)</sup>
CA Consolidé Net	1.620,7	1.776,4	+9,6%	1.785,5	+10,2%	99,5%
Data Mobile	535,3	641,1	+19,8%			
Orange Money	164,9	191,3	+16,0%			
Broadband Fixe	85,9	106,4	+23,9%			
EBE ajusté	728,3	850,6	+16,8%	798,3	+9,6%	106,6%
Marge EBE	44,9%	47,9%	+3,0 pts	+44,7%	-0,2 pt	
RNPG récurrent	279,4	328,8	+17,6%	352,8	+26,3%	93,2%
Marge nette	17,2%	18,5%	+1,3 pts	19,8%	+2,6 pts	
DPA (XOF)	1.750	1.839	+5,1%	1.700	-2,9%	108,2%

### Un 1<sup>er</sup> trimestre qui conforte les perspectives de croissance pour 2025E

Les réalisations de la SONATEL au T1-25 confirment la solidité de la dynamique de croissance. Le CA progresse de +10,9%, dépassant le TCAM de +9,2% observé entre le T1-19 et le T1-23. Cette dynamique commerciale, portée par la Data et les services digitaux, se traduit positivement sur la capacité bénéficiaire du Groupe qui s'apprécie de +14,9% à 108 MMFCFA au terme de ce 1<sup>er</sup> trimestre.

### SONATEL : RÉSULTATS CONSOLIDÉS AU T1-25

EN MM FCFA	T1-19	T1-23	TCAM	T1-24	T1-25	VAR
CA Consolidé Net	270,1	384,7	+9,2%	425,4	471,6	+10,9%
EBE ajusté	117,6	165,6	+8,9%	193,3	221,1	+14,4%
Marge EBE	43,5%	43,0%		45,4%	46,9%	+1,5 pts
Résultat net	49,8	82,7	+13,5%	94,3	108,4	+14,9%
Marge nette	18,4%	21,5%		22,2%	23,0%	+0,8 pt

(1) Cours arrêtés au 31/12/2024

(2) TR: Taux de réalisation : Résultat 2024R / Prévision annuelle 2024E

Sources : CP Sonatel T1-25, Rapport annuel Sonatel 2024, Calculs et Estimations AGR



## FRANCHISSEMENT DU CAP DES 400 MMFCFA DE BÉNÉFICES À HORIZON 2027E

### Une capacité bénéficiaire portée par la croissance régulière des revenus

Tenant compte d'un TCAM cible des revenus de +9,4% durant la période 2025E-2027E et d'une capacité à défendre une marge d'EBE autour des 47,0%, la Sonatel serait en mesure de franchir le cap des 400 MMFCFA de bénéfices à horizon 2027E.

Notre scénario de croissance sur la période 2024-2027E repose sur les hypothèses suivantes :

⇒ **Un TCAM des revenus de +9,4% grâce à la bonne dynamique de la Data Mobile, Orange Money et Broadband Fixe**

Dans un contexte fortement concurrentiel au sein des pays de présence, nous retenons un TCAM de +9,4% contre +10,0% sur la période 2021-2024. Ce profil de croissance est principalement porté par les segments suivants :

- L'activité **Data Mobile** dont le TCAM cible s'élève à +15,0% avec une contribution aux revenus qui passerait de 38% à 42% au terme de la période étudiée ;
- L'activité **Orange Money** afficherait une hausse de +12,0% en moyenne annuelle avec une contribution de 11,3% au CA consolidé sur la même période ;
- L'activité **Broadband Fixe** poursuivrait sa dynamique de croissance avec un TCAM de +19,0%. Notons que sa quote-part des revenus resterait limitée à 7,8% ;
- Par ailleurs, l'activité **Mobile** maintiendrait un faible rythme de croissance à travers un TCAM de +3,0%, contribuant à hauteur de 33% aux revenus.

⇒ **Une préservation de la marge d'EBE autour des 47,0% contre 45,3% historiquement**

En intégrant la décélération de l'inflation observée au niveau des pays de la région de l'UEMOA, nous retenons un TCAM des charges opérationnelles de 10,3% sur la période prévisionnelle. Cette dynamique permettrait à la marge d'EBE de se maintenir au-dessus de 47,0%, contre une moyenne de 45,3% sur la période 2021-2024.

⇒ **Un effort d'investissement soutenu à travers un CAPEX/CA cible de 20%**

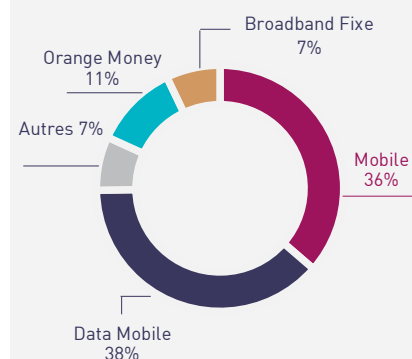
Les investissements prévisionnels concernent essentiellement l'amélioration de la qualité des services et le développement continu du réseau. L'objectif est de répondre à la forte croissance de l'usage et du parc clients au niveau du Haut Débit Fixe et du Mobile. En parallèle, le Groupe compte poursuivre le déploiement de la 5G au niveau de certains pays de présence.

Au final, nous avons retenu un CAPEX/CA moyen de 20% contre une moyenne de 16,7% durant la période 2021-2024.

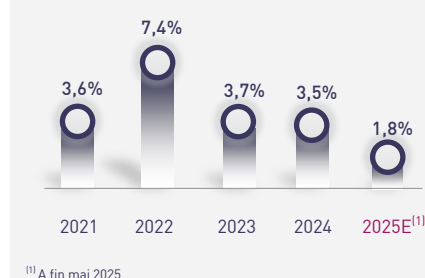
### SONATEL : PROJECTIONS DES PRINCIPAUX INDICATEURS SUR 2025E-2027E

(MM FCFA)	2024	2025E	2026E	2027E	VAR 25/24	TCAM 24-27E
CA consolidé	1.776	1.936	2.117	2.324	+9,0%	+9,4%
Mobile	668	688	709	730	+3,0%	+3,0%
Data Mobile	641	737	848	975	+15,0%	+15,0%
Orange Money	191	214	240	269	+12,0%	+12,0%
EBE	851	916	1.001	1.094	+7,7%	+8,8%
Marge EBE	47,9%	47,3%	47,3%	47,1%	-0,6 pt	-0,8 pt
RNPG affiché	329	360	389	421	+9,5%	+8,6%

### SNTS: CONTRIBUTION AU CA 24



### UEMOA : INFLATION ANNUELLE MOYENNE



### SNTS: PROFIL DE CROISSANCE 24-27E



## RÉVISION DU COURS OBJECTIF DU TITRE À 33.490 FCFA

### Une révision du cours objectif, offrant un upside du titre de +34% sur 18 mois

Au terme de notre exercice de valorisation de la Sonatel, nous avons opté pour la méthode DCF. Sur la base des hypothèses retenues, nous aboutissons à une V.E de 3.349 MMFCFA.

En déduisant l'EN à fin 2024 de 189 MFCFA, nous ressortons avec une valeur par Action de 33.490 FCFA contre un cours de 25.080 FCFA en date du 2 juillet 2025. Par conséquent, **nous recommandons le titre Sonatel à l'ACHAT en raison d'un upside de +34%.**

Les principales hypothèses de valorisation se déclinent comme suit:

- Un TCAM du CA de +9,4% sur 2024-2027E. Au-delà, nous retenons un taux de +7,4%/an ;
- Une marge d'EBE moyenne de 47,2% sur 2025E-2027E. Au-delà, cette marge se normaliserait à 44,8% ;
- Un ratio CAPEX/CA de 20% en moyenne sur le LT ;
- Un WACC de 12,3% tenant compte d'un levier financier cible de 27% et d'une prime de risque spécifique de 1,4% appliquée par les investisseurs étrangers vis-à-vis des sociétés cotées à la BRVM ([UEMOA - AGR Primes de Risque](#)) ;
- Un Taux à l'infini de 2,0% justifiant un poids de la valeur terminale de 31,0% contre 69,0% pour la somme des FCF sur la période 2025E-2034E.

### SONATEL : HYPOTHÈSES RELATIVES AUX INDICATEURS DE CASH-FLOWS 2024-2034E

INDICATEURS (MMFCFA)	2024R	2025E	2026E	2027E	MOYENNE 28E-34E
EBE	851	916	1.001	1.094	1.608
Croissance	+16,8%	+7,7%	+9,3%	+9,3%	+6,3%
Marge EBE	47,9%	47,3%	47,3%	47,1%	44,8%
CAPEX	301	387	423	465	637
%CA	16,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
BFR/CA	-15,5%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%
FCF	231	316	357	390	470
Croissance	-44,3%	+36,7%	+12,8%	+9,2%	+4,8%
Marge FCF	13,0%	16,3%	16,8%	16,8%	14,9%

### Une valeur qui devrait gagner en intérêt en 2025

Depuis notre dernière recommandation en mars 2024, le titre Sonatel a suivi une tendance haussière, atteignant notre cours cible initial de 19.674 FCFA en l'espace de 4 mois. Une telle évolution confirme la résilience du business modèle du Groupe en termes de croissance, de profitabilité et de politique de dividende. Une série de signaux soutient le titre en Bourse :

- ⇒ Avec une capitalisation de 2.508 MMFCFA, Sonatel devient ainsi la 1<sup>ère</sup> Market Cap de la BRVM. Ce regain de leadership illustre la confiance des investisseurs dans la solidité des fondamentaux de la SONATEL dans un contexte globalement difficile ;
- ⇒ Sur le volet liquidité, la Sonatel capte près de 22% des volumes échangés sur la BRVM en 2025, se positionnant ainsi comme étant la valeur la plus liquide du marché ;
- ⇒ Sonatel affiche un P/E 25E<sup>(1)</sup> de 7,0x, inférieur à la moyenne normative du secteur des Télécoms (11,8x) et à celui du marché (10,8x). Le titre offre un D/Y 25E<sup>(1)</sup> de 8,0% contre une moyenne normative de 6,8% pour le marché et pour le secteur des télécoms ;
- ⇒ Les solides réalisations de l'année 2024, notamment au niveau de l'EBE et du dividende, confirment la capacité de l'opérateur à surperformer les prévisions des analystes.

### SONATEL : PROJECTIONS DES MULTIPLES DE VALORISATIONS 2024-2027E

MULTIPLES	2024R	2025E <sup>(1)</sup>	2026E	2027E
BPA	3.288	3.599	3.887	4.215
P/E	7,3x	7,0x	6,5x	6,0x
DPA (FCFA)	1.839	2.013	2.174	2.358
D/Y	7,7%	8,0%	8,7%	9,4%

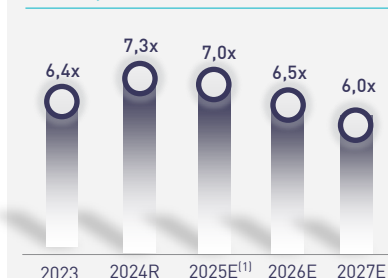
### SNTS: CONSTRUCTION DU WACC

Indicateurs	2025
BDT 10y	7,41%
Beta normatif (5 ans)	1,39
PDR (Investisseurs locaux)	4,2%
Levier Financier	27%
Coût FP	13,2%
Coût Dette (après impôt)	4,4%
WACC (Investisseurs locaux)	10,9%
Prime de risque spécifique <sup>(1)</sup>	1,4%
<b>WACC retenu</b>	<b>12,3%</b>

<sup>(1)</sup> Spread des exigences de rentabilité entre les investisseurs étrangers et locaux vis-à-vis d'un placement à la BRVM  
([UEMOA - AGR Primes de Risque](#))

### SNTS: ÉVOLUTION P/E(x)

P/E moyen [2019 -2024] : 7,6x



(1) Sur la base des cours arrêtés au 02/07/2025

## SONATEL TÉLÉCOMS | BRVM |

BLOOMBERG: SNTS BC

Croissance (%)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CA Publié	10,7%	9,0%	11,4%	9,6%	9,0%	9,4%	9,8%
EBE Ajusté	12,4%	8,9%	13,2%	16,8%	7,7%	9,3%	9,3%
REX	17,9%	9,4%	18,0%	20,1%	8,5%	8,6%	9,1%
Résultat Net PDG	25,2%	11,8%	18,4%	17,6%	9,5%	8,0%	8,4%
DPA	14,3%	7,1%	5,0%	5,1%	9,5%	8,0%	8,5%
Profitabilité / Rentabilité	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marge EBE	44,3%	44,2%	44,9%	47,9%	47,3%	47,3%	47,1%
Marge Opérationnelle	29,9%	30,0%	31,8%	34,9%	34,7%	34,5%	34,3%
Taux d'IS Apparent	32,8%	33,9%	33,2%	34,0%	34,0%	33,9%	33,9%
Marge Nette	15,8%	16,2%	17,2%	18,5%	18,6%	18,4%	18,1%
FCF/CA	22,2%	16,3%	25,6%	13,0%	16,3%	16,8%	16,8%
ROE	31,4%	31,7%	31,8%	31,3%	30,9%	30,0%	29,4%
Payout	73,7%	70,6%	62,6%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%
P&L (M FCFA)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CA Publié	1.334.874	1.455.049	1.620.701	1.776.443	1.935.799	2.117.170	2.323.862
EBE	590.839	643.457	728.305	850.579	916.361	1.001.129	1.094.199
DAM	190.170	207.478	213.210	231.654	243.911	270.998	297.454
REX	399.655	437.059	515.708	619.524	672.450	730.132	796.745
Impôt	123.018	143.361	164.716	202.593	222.051	239.253	259.448
Résultat Net	252.461	278.913	331.748	393.662	431.041	465.473	504.763
Minoritaires	41.405	42.938	52.300	64.912	71.122	76.803	83.286
RNPG	211.056	235.975	279.448	328.750	359.919	388.670	421.477
Bilan (M FCFA)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Capitaux Propres	671.496	743.948	879.511	1.050.347	1.163.980	1.294.019	1.434.445
Minoritaires	149.754	154.576	186.213	224.291	255.508	284.053	314.878
Capitaux Propres Consolidés	821.250	898.524	1.065.724	1.274.638	1.419.488	1.578.072	1.749.323
BFR	-266.302	-271.490	-383.042	-274.788	-290.370	-317.576	-348.579
Endettement Net	172.476	144.085	-18.076	189	2.607	5.147	7.811
Gearing (%)	21,0%	16,0%	-1,7%	0,0%	0,2%	0,3%	0,4%
Flux de Trésorerie (M FCFA)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Variation BFR	-49.921	-5.188	-111.552	108.254	-15.582	-27.206	-31.004
CAPEX récurrent	213.800	262.500	253.500	300.500	387.160	423.434	464.772
Taux d'IS normatif	32,8%	33,9%	33,2%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Free cash-flow	296.021	237.765	415.257	231.326	316.150	356.656	389.537
Dividendes (n-1)	155.555	166.700	175.000	183.900	201.300	217.400	235.800
Multiples de valorisation	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	6,6	6,4	6,4	7,3	7,0	6,5	6,0
D/Y (%)	11,1%	11,0%	9,7%	7,7%	8,0%	8,7%	9,4%
P/B (x)	2,1	2,0	2,0	2,3	2,0	1,8	1,6
VE/EBE (x)	2,7	2,6	2,5	2,8	2,7	2,5	2,3
VE/CA (x)	1,2	1,1	1,1	1,4	1,3	1,2	1,1
Données par Action (FCFA)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Cours fin de période	13.990	15.200	17.980	24.000	25.080	25.080	25.080
BPA	2.111	2.360	2.794	3.288	3.599	3.887	4.215
DPA	1.556	1.667	1.750	1.839	2.013	2.174	2.358
ANA	6.715	7.439	8.795	10.503	12.264	14.137	16.178

Source : Calculs &amp; Estimations AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

<b>DIRECTEUR STRATÉGIE</b> Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	<b>DIRECTEUR ÉCONOMIE</b> Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	<b>DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ</b> Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 l.oudghiri@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR MANAGER</b> Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqui@attijari.ma Casablanca
<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 m.hadi@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ASSOCIATE</b> Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	<b>INVESTOR RELATIONS ANALYST</b> Nisrine Jamali +212 5 22 49 14 82 n.jamali@attijari.ma Casablanca
<b>FINANCIAL ANALYST</b> Anass Drif +212 5 22 49 14 82 a.drif@attijari.ma Casablanca	<b>ANALYST UEMOA</b> Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@attijari.ma Casablanca	<b>SENIOR ANALYST</b> Inès Khouja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	<b>SENIOR ANALYST</b> 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@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.tn
---

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.darwish@barclays.com
--

TUNISIE

Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@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 - 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'actualité 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 construite 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 globalisé 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.