

RESEARCH REPORT

EQUITY

NOVEMBRE
2025



IPO SGTM : POINT D'ANALYSE

- 03 | Quand les stratégies publiques dopent la performance boursière
- 04 | Un BP conservateur..., ouvrant la voie à de belles surprises de croissance
- 06 | Un opérateur captant l'ensemble de la chaîne de valeur de son secteur
- 07 | Des multiples de valorisation corrects..., un scénario jugé « prudent »



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

IPO SGTM - RECOMMANDATION - SOUSCRIRE

SECTEUR | BTP |

NOTRE ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT

Avec une levée de 5,0 MMDH, l'opération **SGTM** constitue la 2^{ème} plus importante IPO dans l'histoire du marché boursier marocain et ce, après celle de **Maroc Telecom** en 2004. Le Groupe **SGTM** est considéré comme étant le leader du secteur marocain du BTP avec plus de 1.000 projets structurants à son actif et un chiffre d'affaires consolidé qui franchirait la barre des 14 MMDH en 2025A.

L'histoire de la Bourse au Maroc met en lumière un constat saisissant. En effet, les sociétés cotées alignées sur les priorités stratégiques de l'Etat génèrent des performances boursières remarquables sur des horizons de 3 à 5 ans. Les valeurs **Cosumar** (*Plan Maroc Vert*), **Marsa Maroc** (*Stratégie Portuaire 2030*) et **Akdital** (*Généralisation de l'AMO*), sont des cas d'école en la matière.

Positionnée au cœur du « *Programme National d'Infrastructure 2030* », la **SGTM** ne devrait pas déroger à cette règle. Concrètement, nous anticipons une trajectoire boursière remarquable du titre sur la période 2025-2027 portée par la capacité du Groupe à capter l'essentiel des projets structurants futurs du Royaume.

Notre scénario optimiste envers l'évolution future du titre **SGTM** en Bourse est soutenu par trois arguments :

- ⇒ La **SGTM** évolue dans un contexte particulièrement favorable lui permettant d'accélérer son rythme de développement. Plus en détails, nous relevons : **(1)** Le franchissement de l'économie marocaine pour la 1^{ère} fois de son histoire du palier des +4,5% de croissance sur un horizon MT, **(2)** La soutenabilité de l'effort d'investissement public à horizon 2030E et enfin, **(3)** Le changement du profil de croissance de la consommation nationale du ciment qui s'établirait à plus de +8,0% à compter de 2025E ;
- ⇒ La **SGTM** dispose d'une capacité indéniable à capter les différents projets structurants du Royaume grâce à des atouts majeurs : **(1)** La présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur du BTP, **(2)** Le développement d'un modèle de construction « *Fast Track* » permettant au Maroc d'honorer ses échéances cruciales à horizon 2030E, et **(3)** Le développement d'une Offre à forte valeur ajoutée dite « *projet clés en main* ». Celle-ci inclut les travaux de génie civil, le montage mécanique et le processus technologique. La construction de l'usine de ciment **Novacim** est un exemple concret en la matière ;
- ⇒ Nous croyons que la **SGTM** serait en mesure de surperformer son Business Plan communiqué en marge de cette IPO. Par conséquent, les multiples de valorisation du titre pourraient être davantage améliorés sur la période 2025E-2028E à travers un P/E moyen attractif en deçà du niveau des 16,0x. Un scénario qui selon nous, justifierait une performance boursière solide du titre sur le MT.

Attijari Global Research
Equipe Recherche

QUAND LES STRATÉGIES PUBLIQUES DOPENT LA PERFORMANCE BOURSIÈRE

L'histoire boursière des sociétés cotées au cours de la dernière décennie au Maroc, révèle un constat frappant. En effet, les sociétés dont l'activité s'inscrit dans le cadre des priorités stratégiques de l'État enregistrent des surperformances boursières remarquables sur des horizons allant de 3 à 5 ans. Les valeurs **Cosumar**, **Marsa Maroc** et **Akdital** sont des cas d'école en la matière.

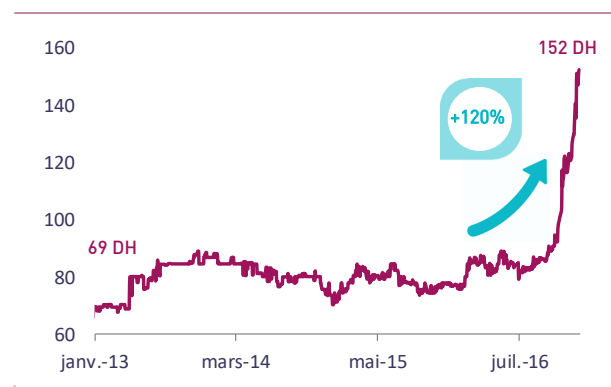
La **SGTM**, acteur majeur du secteur du BTP, ne devrait pas déroger à cette règle. Ainsi, nous anticipons une trajectoire boursière robuste du titre **SGTM** durant la période 2025-2027, portée par la politique d'investissement inédite déployée par le Royaume.

1) « Plan Maroc Vert » : Un accélérateur de la performance opérationnelle de Cosumar

Le déploiement du « Plan Maroc Vert » a eu des retombées positives sur la filière sucrière. Le relèvement du taux de mécanisation, la généralisation des semences mono-germes et les subventions accordées par l'Etat aux agriculteurs ont permis une hausse des rendements en sucre des surfaces cultivées de +50%, passant de 8 à 12 T/Ha durant la période 2012-2016.

En tant que Leader national, Cosumar a pleinement bénéficié des effets positifs du « Plan Maroc Vert ». Sur la période 2013-2016, l'opérateur a pu améliorer ses bénéfices de +49% et affiche une performance boursière solide de son titre de +120%, passant de 69 DH à 152 DH.

COSUMAR : UNE PERFORMANCE DE 120% SUR 2013-2016



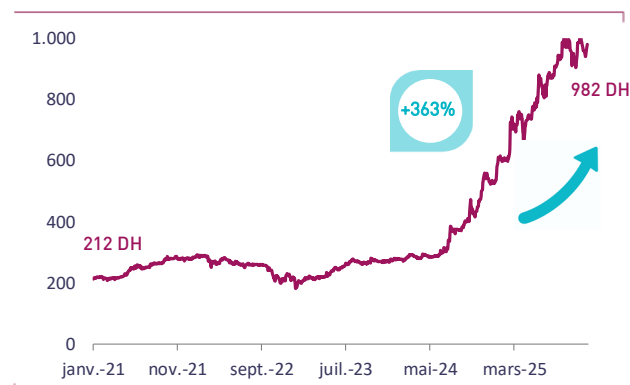
2) « Stratégie Portuaire Nationale » : Un changement de dimension de l'opérateur Marsa Maroc

La « Stratégie Portuaire Nationale 2030 » vise à hisser le Maroc en tant que hub logistique Mondial et ce, à travers la construction de plusieurs ports de dernière génération à l'image de Tanger Med, Nador West Med et Dakhla Atlantique.

Tirant profit de son positionnement de Leader national, Marsa Maroc devient un acteur clé des nouveaux ports Mondiaux du Royaume.

Dans ce contexte porteur, l'opérateur a changé de dimension. Il s'agit d'une nouvelle ère de développement qui se traduit positivement en Bourse. Au cours des cinq dernières années, le titre Marsa Maroc affiche une performance boursière de +363%, passant de 212 DH en 2021 à 982 DH en 2025.

MARSA MAROC : UNE PERFORMANCE DE 363% SUR 5 ANS

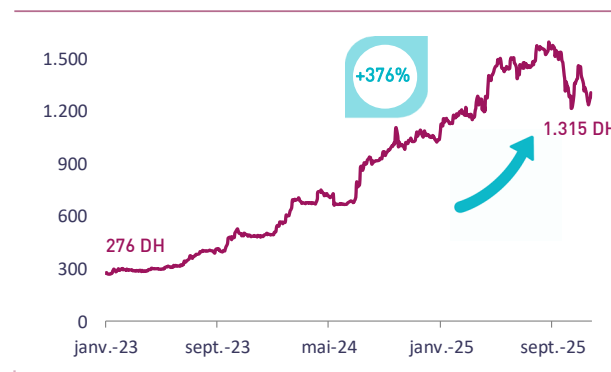


3) Généralisation de l'AMO, un levier de développement stratégique pour AKDITAL

Placé en tant que priorité nationale majeure Post-Covid, le secteur de la santé au Maroc a entamé une nouvelle ère de développement. Une dynamique portée par la généralisation de l'Assurance Maladie Obligatoire (AMO) à l'ensemble de la population ainsi que par la volonté de l'Etat de soutenir une Offre sanitaire de bonne qualité.

Dans ce contexte porteur, Akdital a démarré une politique d'investissement agressive visant à étendre sa couverture géographique sur la période 2022-2027. Des perspectives très prometteuses qui ont permis au titre Akdital de réaliser une performance remarquable de +376% au cours des 3 dernières années.

AKDITAL : UNE PERFORMANCE DE 376% SUR 3 ANS



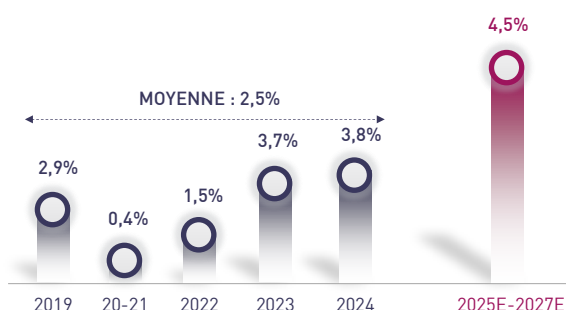
Sources: BVC, Calculs AGR

UN BUSINESS PLAN CONSERVATEUR..., OUVRANT LA VOIE À DE BELLES SURPRISES DE CROISSANCE

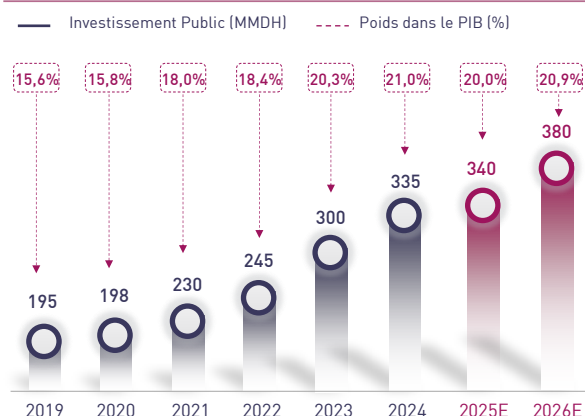
À l'analyse du Business Plan communiqué par le Management, nous pouvons qualifier les perspectives de croissance de la **SGTM** comme étant conservatrices. En effet, le TCAM des revenus consolidés passe de +17,6% durant la période 2022-2025E à +5,5% sur 2025E-2031E. Selon notre propre vision, nous croyons en la capacité de l'opérateur à surperformer son Business Plan à l'avenir. Une conviction forte soutenue par 3 arguments fondamentaux solides :

- (1) **Le franchissement de l'économie marocaine d'un nouveau palier de croissance** : Pour la 1^{ère} fois de son histoire, le Maroc devrait entamer à compter de 2025 un nouveau cycle de croissance marqué par des taux de progression du PIB supérieurs à 4,5%. Il s'agit d'une nouvelle dynamique qui se traduirait positivement sur les performances des sociétés du secteur marocain du BTP ;
- (2) **La soutenabilité du super-cycle d'investissement public** : Le Royaume a entamé une nouvelle politique d'investissement qui nous semble soutenable à horizon 2030. Il s'agit d'un budget annuel moyen de 350 MMDH sur 2024-2026E, supérieur de +60% par rapport au niveau observé durant la période 2019-2022. L'effort d'investissement public ressort dorénavant à 21% du PIB contre un niveau historique autour des 16%. Les secteurs qui présentent un taux de captation élevé du budget général d'investissement sont : l'infrastructure, la transition énergétique, la santé et l'éducation.

MAROC : VERS UN NOUVEAU PALIER DE CROISSANCE DU PIB



MAROC : UN EFFORT D'INVESTISSEMENT PUBLIC INÉDIT

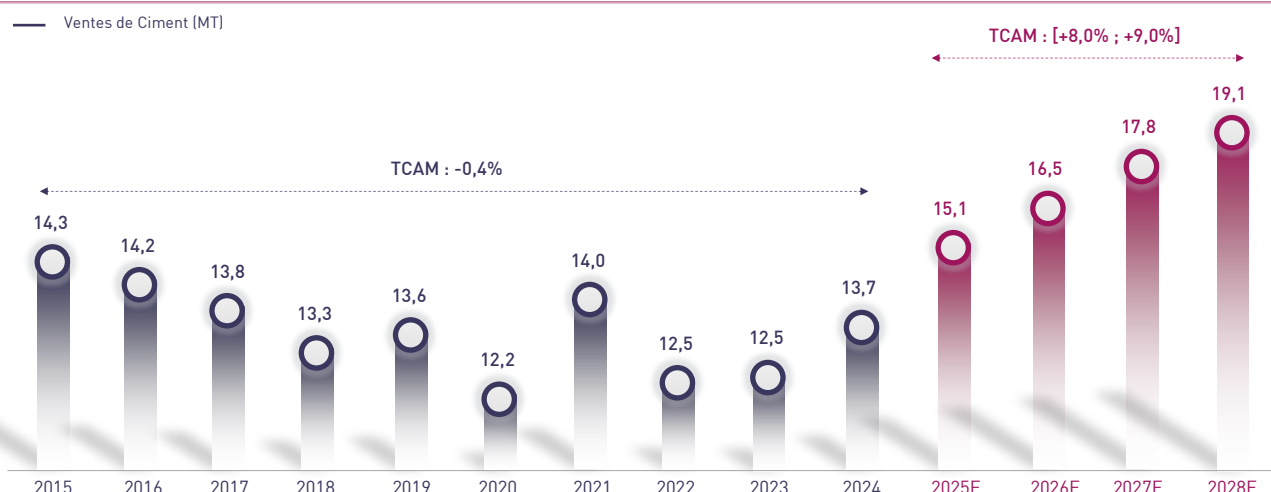


(3) **La nouvelle dynamique de la consommation du Ciment** : Considérées comme un baromètre de performance du secteur du BTP, les ventes de ciment au Maroc ont marqué en 2025 une nette rupture avec une décennie d'accalmie. Sur la base de nos échanges avec les professionnels du secteur, la consommation nationale du ciment afficherait une croissance 2 fois supérieure à celle du PIB sur la période 2025E-2028E, soit un TCAM soutenu entre +8% et +9% contre +0,1% durant la période 2019-2024.

Tenant compte de la forte corrélation entre la consommation du ciment et le BTP, nous croyons qu'un acteur de référence à l'image de la **SGTM** serait en mesure de surperformer le secteur cimentier. Un constat justifié par les performances historiques de l'opérateur.

Notre scénario est soutenu par les projets d'investissement identifiés à date d'aujourd'hui. Ces derniers totaliseraient selon les estimations des banques, plus de 1.000 MMDH à horizon 2030. À titre indicatif, ce chiffre représente environ la totalité de l'encours des crédits à l'économie du secteur bancaire marocain en 2024.

CONSUMMATION DU CIMENT : UN CHANGEMENT HISTORIQUE DU PROFIL DE CROISSANCE..., CONFIRMÉ À COMPTER DE 2025



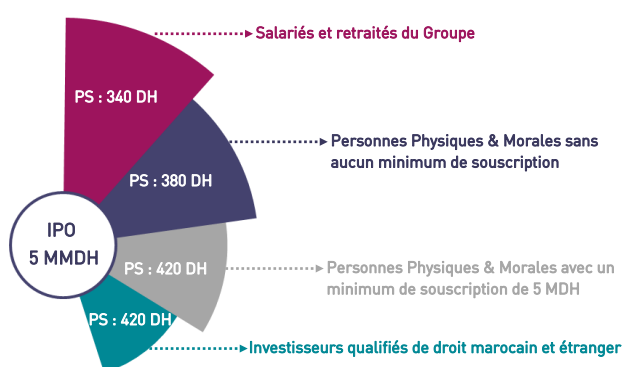
Sources : Bank Al-Maghrib, Ministère des Finances, APC, Calculs & Estimations AGR

IPO SGTM, LA PLUS IMPORTANTE LEVÉE DU MARCHÉ BOURSIER AU COURS DES DEUX DERNIÈRES DÉCENNIES...

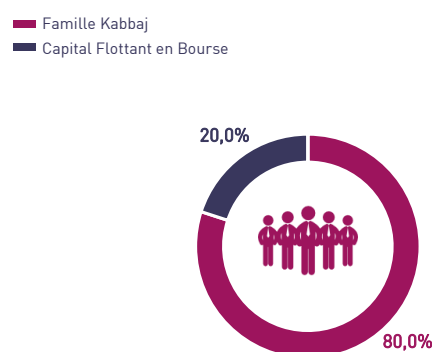
L'introduction en Bourse du Groupe **SGTM** est la 3^{ème} IPO de l'année 2025, après celle de **Vicenne** (500 MDH) et de **Cash Plus** (750 MDH). Avec un montant de près de 5,0 MMDH, il s'agit de la 2^{ème} plus importante opération sur le marché boursier marocain et ce, depuis celle de **Maroc Telecom** en 2004. Plus en détails, cette IPO porte sur la cession par la famille Kabbaj de 12.000.000 actions au prix unitaire de 420 DH (hors décote appliquée à certains types d'ordres), soit 20% du capital de la société. Dans ce contexte, le flottant de la **SGTM** en Bourse serait de 20%. Les caractéristiques des différents ordres proposés dans le cadre de cette opération se déclinent comme suit :

- L'Ordre I est destiné aux salariés et aux retraités du Groupe pour un montant de 190 MDH et un prix de souscription de 340 DH ;
- L'Ordre II concerne les personnes physiques et morales marocaines et étrangères, sans aucun minimum de souscription, avec un prix de souscription de 380 DH et un montant total de plus de 1,6 MMDH ;
- L'Ordre III est alloué aux personnes physiques et morales marocaines et étrangères, avec un montant minimum de souscription de 5 MDH assorti d'un prix de souscription de 420 DH. Le montant global prévu à cet effet est de plus de 951 MDH ;
- L'Ordre IV concerne les investisseurs qualifiés de droit marocain et étranger pour un montant de 2,0 MMDH et un prix de souscription de 420 DH.

SGTM : CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'IPO



SGTM : ACTIONNARIAT POST-IPO



...PERMETTANT UNE AMÉLIORATION DE LA VISIBILITÉ DU SECTEUR DU BTP

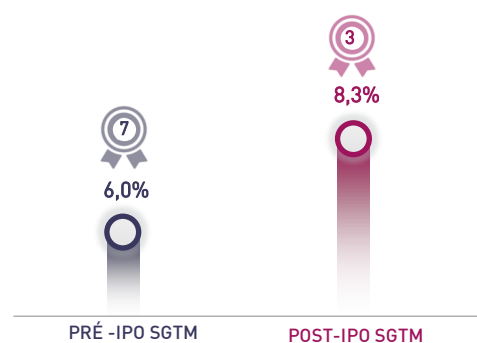
L'IPO de la **SGTM** permettrait au secteur du BTP de gagner en visibilité au sein du marché boursier marocain. Afin d'illustrer ce constat, nous avons calculé le poids du secteur dans la capitalisation boursière globale avant et après cette opération. Il en ressort que celui-ci devrait passer de 6,0% pré-IPO à 8,3% post-IPO. À cet effet, le secteur du BTP devrait intégrer le Top-3 des secteurs cotés en termes de capitalisation juste derrière le secteur Télécoms.

Parallèlement, nous relevons que l'IPO de la **SGTM** intervient dans un contexte boursier favorable, marqué par un regain d'intérêt des investisseurs envers le secteur du BTP en particulier. Cet engouement s'explique principalement par la dynamique des projets d'infrastructure annoncés en vue de l'organisation des prochains événements sportifs, ainsi que par l'accélération des investissements dans des secteurs clés de l'économie marocaine à l'image de la transition énergétique, de la gestion du stress hydrique....

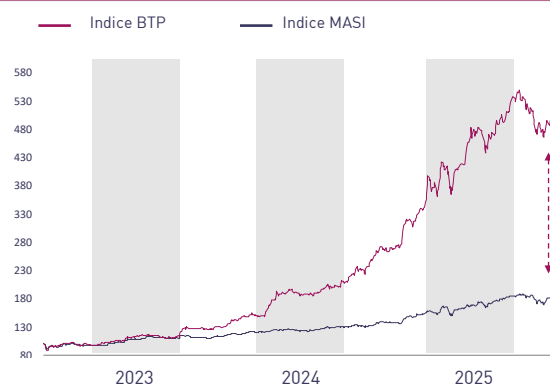
Ce vif intérêt envers le secteur du BTP s'est positivement traduit sur la performance boursière de ses titres. En effet, depuis l'annonce en octobre 2023 de la co-organisation de la Coupe du Monde au Maroc, l'indice BTP surperforme largement le MASI, soit des hausses respectives de 330%⁽¹⁾ contre 60%⁽¹⁾.

BTP : AMÉLIORATION DE LA VISIBILITÉ EN BOURSE

Classement du secteur en termes de capitalisation boursière



BTP : SURPERFORMANCE REMARQUABLE EN BOURSE



(1) Données arrêtées au 27/11/2025

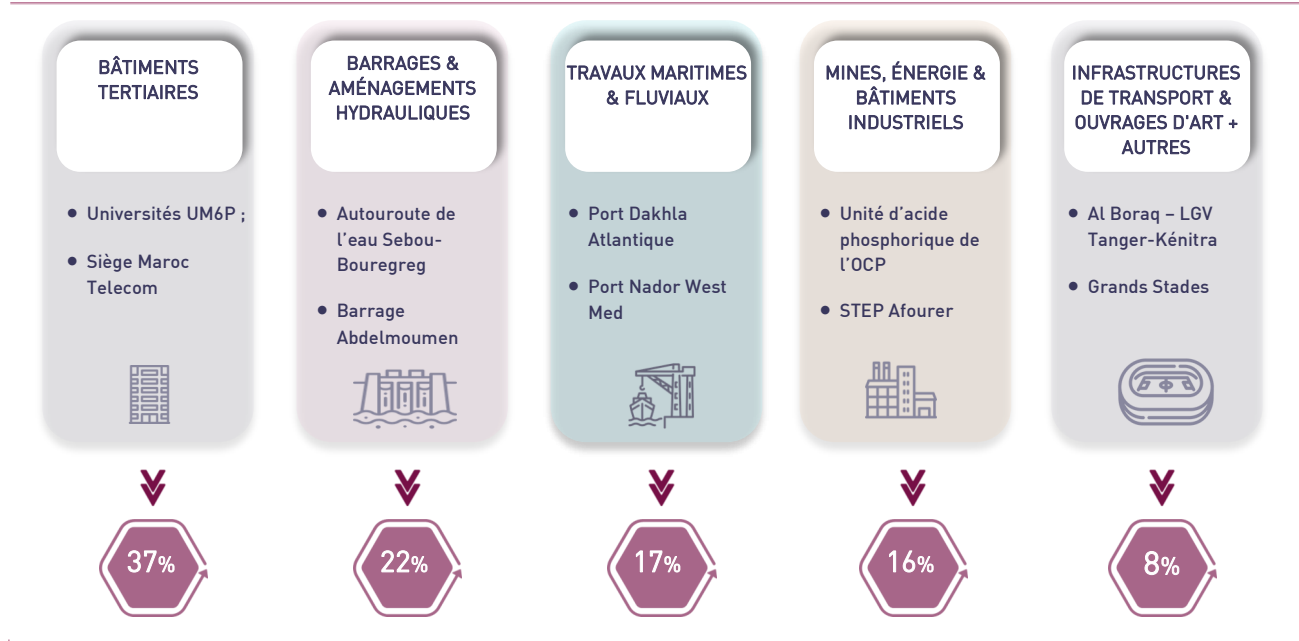
Sources : Prospectus d'informations SGTM, BVC, Calculs AGR

UN OPÉRATEUR CAPTANT L'ENSEMBLE DE LA CHÂÎNE DE VALEUR DE SON SECTEUR...

Depuis sa création en 1972 par les frères Ahmed et M'hamed Kabbaj, le Groupe **SGTM** a réalisé plus de 1.000⁽¹⁾ projets sur l'ensemble du territoire marocain. L'opérateur se distingue à la fois par sa présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur du BTP et par sa capacité à répondre aux différents appels d'offre relatifs aux projets structurants du Royaume. Plus en détails, la **SGTM** opère au niveau de 5 domaines d'activité stratégiques :

- (1) **Bâtiments tertiaires** : Il s'agit de la construction de sièges institutionnels et d'immeubles de bureaux à l'image de l'Université UM6P à Rabat et Benguerir et du siège de Maroc Telecom ;
- (2) **Barrages & Aménagements Hydrauliques** : Le Groupe a développé un savoir-faire reconnu au niveau de la construction d'ouvrages permettant de répondre à la problématique de la sécurité hydrique. Nous citons l'autoroute de l'eau Sebou-Bouregreg ainsi que plusieurs barrages au Maroc et en Afrique ;
- (3) **Travaux maritimes & Fluviaux** : Il s'agit de la construction de ports aux standards internationaux tels que les ports Nador West Med et Dakhla Atlantique ;
- (4) **Mines, Énergie et Bâtiments Industriels** : Le Groupe assure la construction d'usines de production, de centrales énergétiques, de Data Centers, de plateformes logistiques et de dépôts pétroliers ;
- (5) **Infrastructures de transport & Ouvrages d'art** : Le Groupe dispose d'une expertise avérée dans la réalisation d'ouvrages d'art complexes tels que les routes, les ponts, les tunnels ou encore les viaducs.

SGTM : PRÉSENTATION DES SEGMENTS D'ACTIVITÉ VS. LEUR POIDS MOYEN DANS LE CA SUR LA PÉRIODE 2022-2024



... TOUT EN CAPITALISANT SUR DES ATOUTS INDÉNIABLE DE DIFFÉRENTIATION

Afin d'asseoir son positionnement sur le marché et accroître sa capacité à s'adapter aux nouvelles exigences économiques du Royaume, la **SGTM** s'appuie sur deux leviers qui lui confèrent un avantage compétitif de taille au sein de son marché. Plus en détails, nous relevons :

- **La construction « Fast Track »** : Il s'agit d'un mode de construction accéléré permettant de raccourcir le calendrier des projets. Cette nouvelle approche conduite par le Groupe lui permet de répondre aux échéances cruciales du Maroc en l'occurrence la CAN 2025 et la Coupe du Monde 2030. Dans ce contexte, l'opérateur historique dispose d'un « Track Record » solide en la matière, à l'image de la rénovation et de l'extension du stade Moulay Abdellah en un temps record de 14 mois ;
- **Les projets « Clés en main »** : À travers ce type de projets, le Groupe arrive à monter significativement au niveau de la chaîne de valeurs. En effet, ces projets incluent en plus des travaux de génie civil (activité historique de l'opérateur) de nouvelles activités plus complexes dont le montage mécanique et l'intégration du processus technologique. Ce nouveau positionnement permet à la **SGTM** de livrer des unités industrielles complètes, à l'image de l'usine de production de ciment Novacim.

[1] Données arrêtées à fin décembre 2024

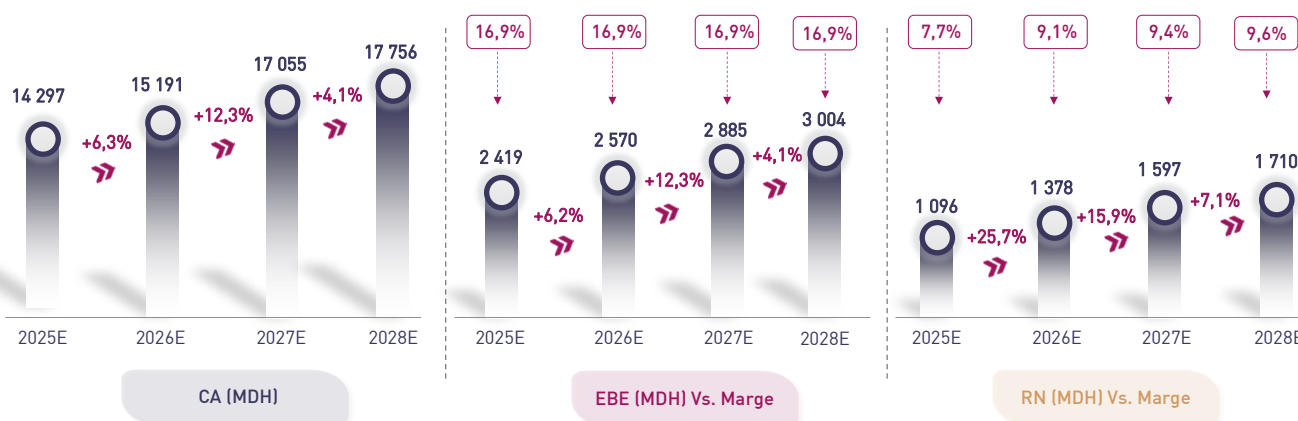
Source : Prospectus d'informations SGTM

PRINCIPAUX INDICATEURS PRÉVISIONNELS DU BUSINESS PLAN SUR LA PÉRIODE 2025E-2028E

À la lecture des prévisions communiquées par le Management, nous relevons les grandes tendances suivantes :

- Le CA du Groupe **SGTM** devrait croître à travers un TCAM de +7,5% sur la période 2025E-2028E contre +17,6% sur la période 2022-2025E. Au-delà, la croissance retenue est de +3,6%. En effet, l'activité du groupe repose sur un carnet de commandes solide de l'ordre de 37 MMDH⁽¹⁾ identifié à fin mai 2025 ainsi qu'un pipeline potentiel de projets sur la période prévisionnelle ;
- La marge EBE/CA devrait se maintenir aux alentours de 16,9% sur la période prévisionnelle, en ligne avec la moyenne observée entre 2022 et 2024. Un constat rassurant qui atteste de la résilience du Business Model de l'opérateur ;
- Le RN consolidé devrait franchir le cap de 1 MMDH dès 2025E pour atteindre 1,7 MMDH à horizon 2028E. Il s'agit d'un TCAM de +16,0% sur la période étudiée ;
- Concernant le « profil risque », l'opérateur bénéficie d'un BFR maîtrisé autour des 21% des revenus consolidés conjugué à une tendance baissière du niveau d'endettement, à travers un EN négatif à compter de l'année 2028E contre 832 MDH en 2024.

SGTM : PROFIL DE CROISSANCE DES PRINCIPAUX INDICATEURS SUR LA PÉRIODE 2025E-2028E

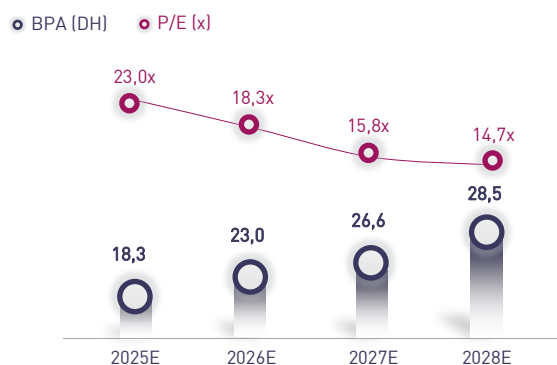


DES MULTIPLES DE VALORISATION CORRECTS..., UN SCÉNARIO JUGÉ « PRUDENT »

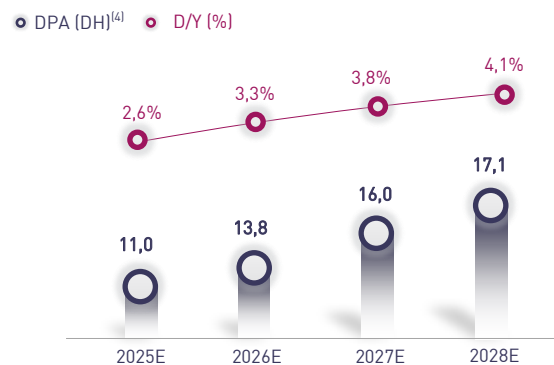
Sur la base du prix de souscription de 420 DH et des prévisions de croissance conservatrices, les multiples de valorisation induits du titre **SGTM** se présentent comme suit :

- Un P/E moyen de 16,3x sur la période 2026E-2028E, affichant une décote de 19% par rapport au niveau normatif du MASI (20x). Ce multiple des bénéfices tient compte d'une croissance annuelle moyenne des bénéfices de +16,2% durant la même période. Néanmoins, nous croyons que les multiples de valorisation du titre pourraient être davantage améliorés grâce à la capacité avérée du Groupe **SGTM** à surperformer son BP à l'avenir ;
- Un D/Y qui franchirait le cap des 4,0% à horizon 2028E. Un niveau cible relativement meilleur par rapport aux rendements moyens offerts par le marché Actions⁽²⁾ (moins de 3%) et le taux benchmark du BDT 5 ans (2,68%)⁽³⁾. À noter que la politique de distribution du Groupe repose sur un payout stable à LT de 60%.

SGTM : MULTIPLES P/E DURANT LA PÉRIODE 2025E-2028E



SGTM : D/Y DURANT LA PÉRIODE 2025E-2028E



(1) Comprend un carnet de commandes de 17 MMDH au 31/12/2024 ainsi que les prises de commandes à fin mai 2025 de 20 MMDH / (2) Données arrêtées au 27/11/2025 / (3) Données arrêtées au 25/11/2025

(4) Dividende au titre de l'exercice (n) payable en (n+1)

Sources : Prospectus d'informations SGTM, BVC, 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 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 29 03 68 21 s.mohcine@attijari.ma	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.