

RESEARCH REPORT

EQUITY

MARS
2026

T1

T2

T3

T4

I MAROC | TRIMESTRIEL Equity Market Insights

CORRECTION DU MASI : OPPORTUNITÉS DE REPOSITIONNEMENT TACTIQUE

- 03 | Décryptage de la correction du MASI : Au-delà du facteur géopolitique
- 05 | Résultats des sociétés cotées : Accélération appréciable des revenus au T4-25
- 07 | Comment tirer parti de la récente correction du marché ?



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

La publication des résultats des sociétés cotées au titre du 4^{ème} trimestre 2025, s'est opérée dans un contexte particulier, marqué par l'escalade des tensions militaires au Moyen-Orient. En dépit de l'accélération de la croissance des revenus de la cote à +12,2% au T4-25, le MASI accuse une forte correction de -12% sur la période allant du 20 février au 03 mars 2026⁽¹⁾. Il s'agit de l'une des plus importantes contre-performances observées au sein des bourses africaines et européennes.

Sur la base de notre propre analyse, nous ressortons avec quatre messages clés :

- La correction du MASI ne s'explique pas uniquement par les tensions géopolitiques, mais également par des facteurs purement domestiques. D'une part, la montée en force du poids des « Particuliers » contribue aujourd'hui à amplifier les phases baissières du marché. D'autre part, la multiplication des opérations de financement de l'État via les OPCI, aurait affaibli la position « acheteuse » des institutionnels envers les Actions ;
- Deux enseignements se dégagent en marge de cette correction. Le premier met en lumière la vulnérabilité des valeurs « chères » lors des phases baissières du marché. Le second atteste que cette correction repose davantage sur une logique de flux⁽²⁾ plutôt que d'une réaction négative des investisseurs par rapport aux résultats des sociétés cotées ;
- L'expérience des marchés montre que les corrections liées aux tensions géopolitiques sont généralement de nature ponctuelle. En effet, les investisseurs sont amenés tôt ou tard à se recentrer sur les fondamentaux économiques et les perspectives des sociétés cotées et ce, dès l'émergence des premiers signes d'apaisement des tensions géopolitiques ;
- La correction du marché Actions offrirait des fenêtres tactiques de repositionnement, au sein de 5 secteurs en particulier : **Banques, BTP, Santé, Ciment et Port**. Ces secteurs affichent des baisses importantes de leur multiple de valorisation (P/E) sans pour autant accuser une détérioration de leurs perspectives de croissance sur le MT.

Equipe Recherche

Attijari Global Research

SECTEURS OFFRANT DES OPPORTUNITÉS DE REPOSITIONNEMENT TACTIQUE

Secteurs à explorer	Performance ⁽¹⁾ (20Fév. – 03Mars)	P/E 25A (Affiché-Mars 25)	P/E 26E (Affiché-Mars 26)	Variation P/E 25A/26E	Croissance Profits 26E
BANQUES	-11%	13,5x	11,9x	-12%	+7%
BTP	-18%	41,0x	28,2x	-31%	+35%
SANTÉ	-15%	35,4x	20,8x	-41%	+31%
CIMENT	-14%	23,7x	16,9x	-29%	+13%
PORT	-22%	36,1x	30,1x	-17%	+12%

(1) Période de référence de l'escalade des tensions militaires au Moyen-Orient / (2) Mobilisation du cash pour souscrire aux produits OPCI

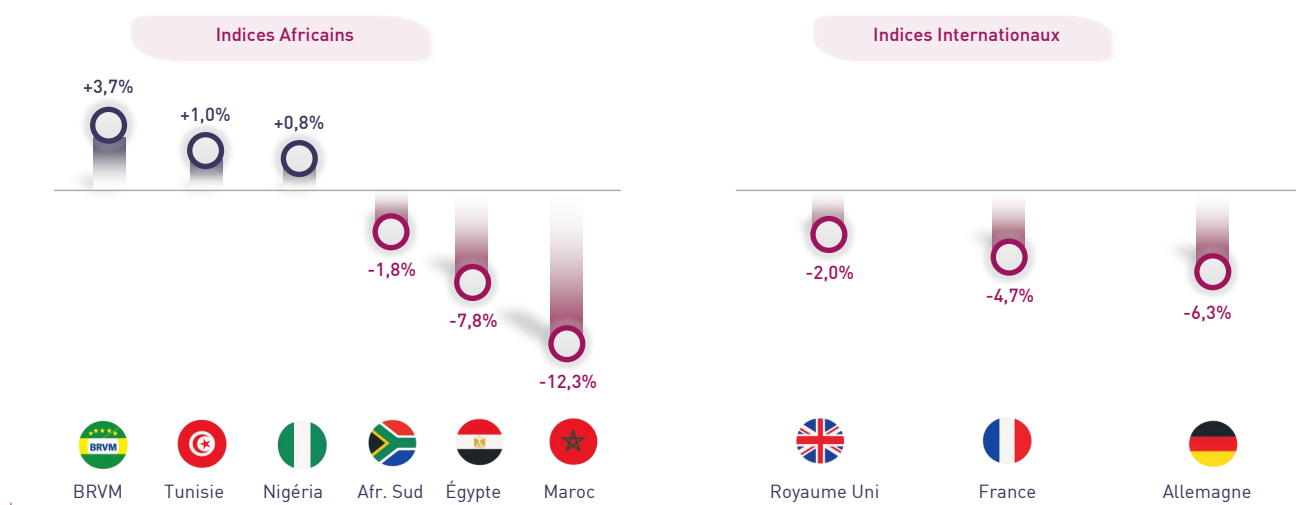
DÉCRYPTAGE DE LA CORRECTION DU MASI : AU-DELÀ DU FACTEUR GÉOPOLITIQUE

1. La guerre au Moyen-Orient ne peut justifier à elle seule la correction du MASI

Durant la période marquée par l'escalade des tensions militaires au Moyen-Orient, allant du 20 février au 03 mars 2026, le marché boursier marocain accuse l'une des plus fortes corrections par rapport aux indices africains et européens. Sur la même période, le MASI affiche une baisse plus prononcée que celle observée sur le marché égyptien, soit de -12% contre -8% respectivement. Pourtant, l'Égypte demeure plus exposée aux conséquences économiques de ce conflit géopolitique.

Cette forte correction du marché marocain ne peut être attribuée exclusivement au contexte géopolitique, qui impacte naturellement l'aversion au risque des investisseurs, mais aussi, à des facteurs purement domestiques. Ces derniers auraient selon nous, accentué l'amplitude de la baisse du MASI.

PERFORMANCES DES MARCHÉS BOURSISERS DURANT L'ESCALADE DES TENSIONS AU MOYEN-ORIENT [DU 20/02/26 AU 03/03/26]

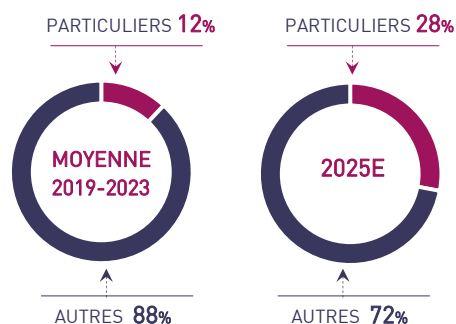


2. La reconfiguration de la structure du marché à travers la montée en charge des « particuliers »...

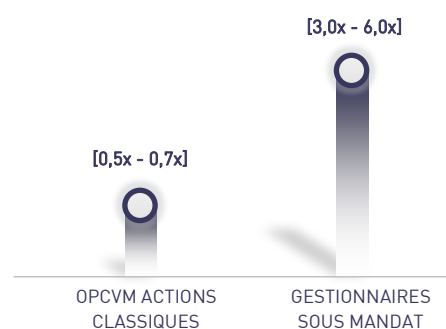
Au cours des deux dernières années, le marché boursier marocain a connu une reconfiguration profonde. Celle-ci est marquée par le grand retour des investisseurs individuels dont le poids dans les volumes aurait plus que doublé passant d'une moyenne de 12% durant la période 2019-2023 à 28% à compter de 2025.

Au-delà de la dynamique des IPOs qui demeure historiquement le principal facteur d'attrait des personnes physiques en Bourse, nous relevons l'émergence d'une quinzaine d'opérateurs de Gestion Sous Mandat dédiés essentiellement à ce segment. Ces derniers s'accaparent aujourd'hui près de 80 MMDH dont 15% dédié à la poche Actions. Face à la forte concurrence en termes de collecte et de performance, ces opérateurs adoptent une rotation élevée de leur portefeuille. Selon nos échanges avec les différents opérateurs du marché, la rotation annuelle des portefeuilles Actions des gérants sous mandat ressortirait entre [3x et 6x] contre un niveau moyen de 0,5x pour les OPCVM Actions classiques.

LE POIDS DES PARTICULIERS DANS LA VOLUMÉTRIE DU MARCHÉ A PLUS QUE DOUBLÉ



ROTATION ÉLEVÉE DES PORTEFEUILLES DES NOUVEAUX OPÉRATEURS DE LA GESTION SOUS MANDAT



Sources : Estimations & Calculs AGR, Bloomberg, BVC, AMMC

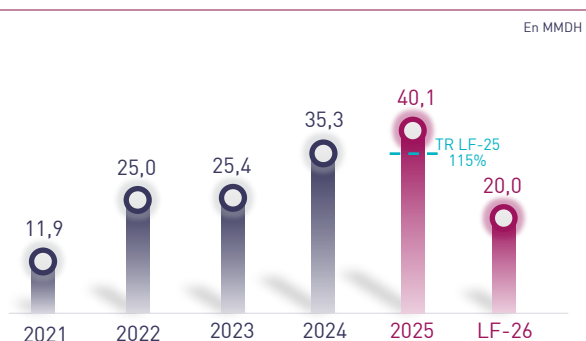
DÉCRYPTAGE DE LA CORRECTION DU MASI : AU-DELÀ DU FACTEUR GÉOPOLITIQUE

3. ...conjuguée au recours intensif du Trésor aux mécanismes de financements innovants...

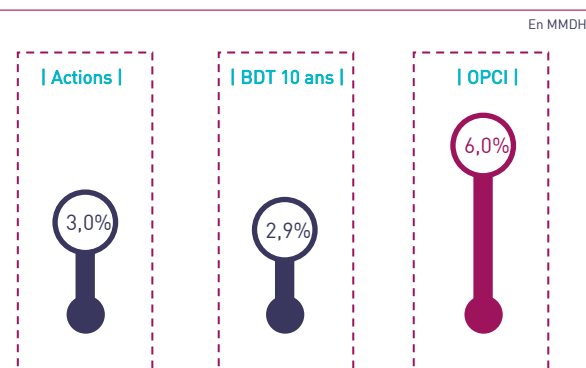
Dans le cadre de sa stratégie visant à diversifier ses sources de financement et à contenir la pression sur ses équilibres budgétaires, le Trésor a accéléré son recours aux mécanismes de financements innovants et ce, à travers la valorisation et la gestion active du patrimoine immobilier de l'État. Depuis 2022, ces dispositifs ont mobilisé plus de 115 MMDH, dont 35% réalisés en 2025, soit un rythme d'exécution supérieur à 110% par rapport aux prévisions de la LF-25. Selon nous, cette dynamique en termes de levée devrait se poursuivre en 2026 avec un volume cible autour des 20 MMDH.

Dédiés aux investisseurs institutionnels, ces produits structurés en OPCI, offrent des rendements annuels très attractifs, autour des 6,0%. Un niveau deux fois supérieur au rendement des BDT 10 ans et au D/Y moyen du marché Actions. Il est ainsi naturel que la montée en puissance des financements innovants capterait une partie de l'épargne institutionnelle au détriment des Actions. Dans une logique proactive, les institutionnels seraient amenés régulièrement à procéder à des opérations d'arbitrage sur le marché Actions afin de dégager les liquidités nécessaires pour ce type d'opération.

TRÉSOR : FINANCEMENTS INNOVANTS DEPUIS 2021



COMPARATIF RENDEMENT: OPCI VS. BDT VS. D/Y

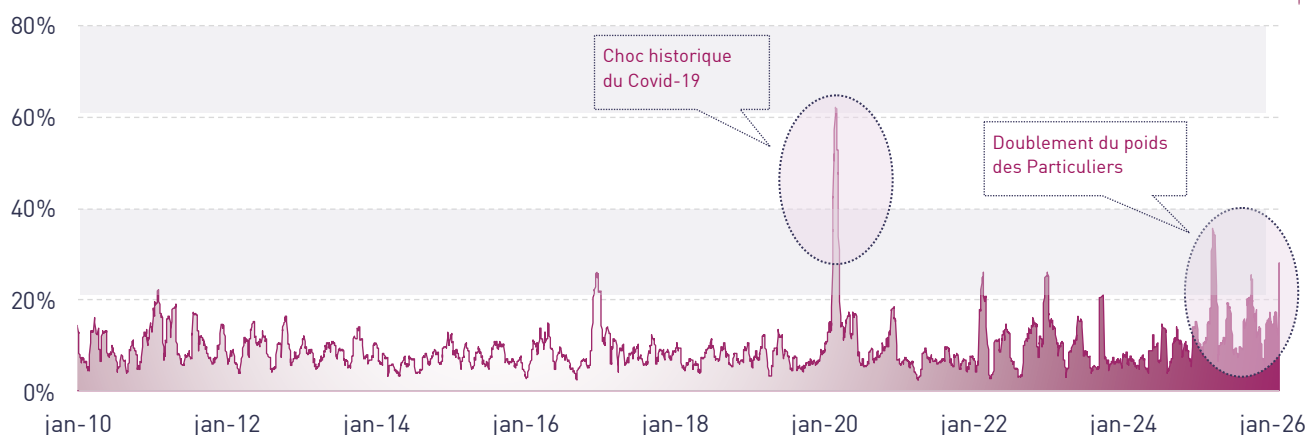


4. ...alimentent structurellement la volatilité du marché Actions marocain

Dans cette nouvelle configuration, le marché Actions marocain semble connaître un changement de régime en matière de volatilité. En effet, notre indice « *AGR volatilité 1M* » passe d'une moyenne de 8,7% durant la période 2010-2019 à 14,6% sur 2025-2026. En d'autres termes, notre marché boursier aurait tendance à amplifier à CT l'impact des chocs exogènes en raison de la combinaison de deux facteurs :

- La montée en charge du poids des *Particuliers* dont l'horizon d'investissement demeure généralement CT avec un taux de rotation relativement élevé des portefeuilles ;
- L'affaiblissement de la position acheteuse des Institutionnels, particulièrement durant les phases marquées par le dynamisme des opérations OPCI de l'État.

MARCHÉ ACTIONS : ÉVOLUTION DU RATIO DE VOLATILITÉ 1 MOIS DU MASI SUR LA PÉRIODE 2025-2026



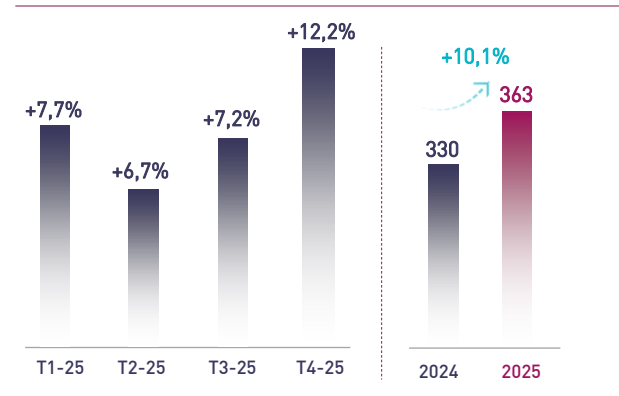
Sources : Ministère des finances, Salle des marchés ATW bank, BVC, Calculs AGR

RÉSULTATS DES SOCIÉTÉS COTÉES : ACCÉLÉRATION APPRÉCIABLE DES REVENUS AU T4-25

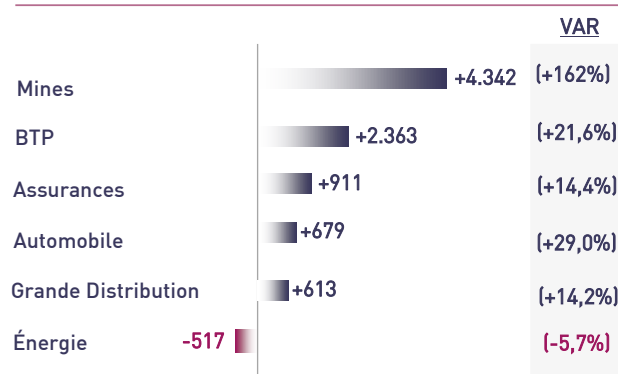
Au titre du T4-25, les sociétés cotées affichent une accélération de la croissance de leurs revenus à +12,2% contre une moyenne de +7,2% durant les 3 premiers trimestres de l'année. Le CA agrégé de la cote ressort ainsi à 98,4 MMDH, en hausse de +10,7 MMDH. À l'origine de cette performance, les secteurs Mines et BTP qui contribuent à plus de 60% à la hausse des revenus agrégés de la cote (+6,7 MMDH). Plus en détails, nous relevons les constats suivants :

- Les revenus trimestriels des Mines ont été multipliés par 2,6 fois passant de 2,7 MMDH au T4-24 à 7,0 MMDH au T4-25 (+4,3 MMDH). À l'origine, la hausse des cours moyens de l'Or et de l'Argent de +52,4% et de +67,8% respectivement sur la même période. Le secteur des BTP enregistre une hausse de son CA de +21,6% (+2,4 MMDH) portée par la dynamique d'investissement du Maroc et l'opération de croissance externe de TGCC ;
- Seul le secteur **Énergie** accuse une baisse de ses revenus de -517 MDH au T4-25 (-5,7%) sous l'effet de la baisse des cours des produits énergétiques à l'international. À noter que la variation du CA des distributeurs énergétiques n'impacte pas directement leur niveau de rentabilité, à l'image de TotalEnergies Maroc.

MARCHÉ : CA TRIMESTRIEL (%) VS. ANNUEL (MMDH)



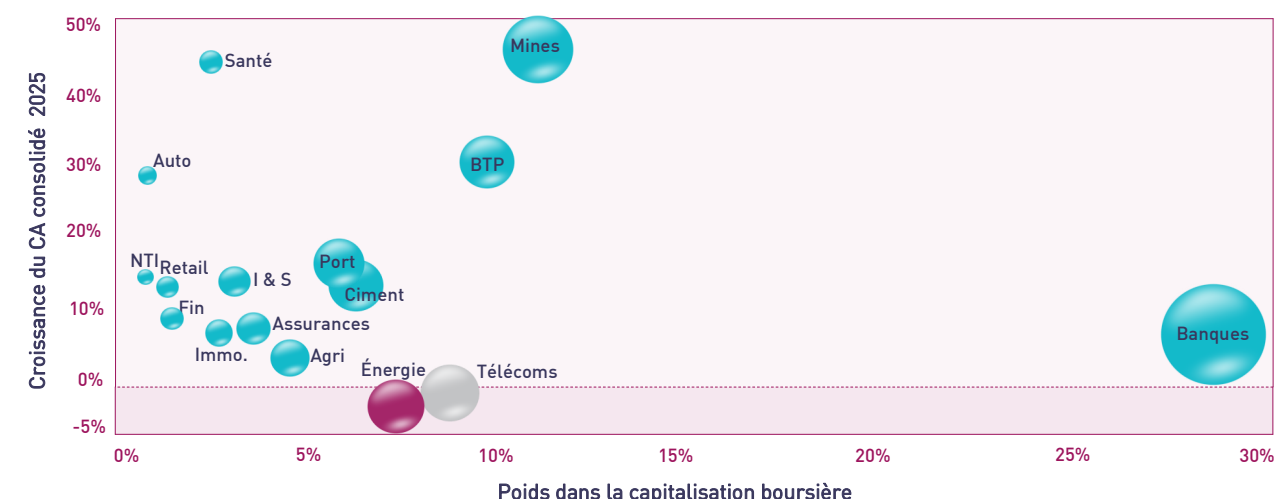
MARCHÉ : VARIATION DES CA SECTORIELS AU T4-25 (MDH)



Au terme de l'exercice 2025, le CA global tel que publié par le marché Actions affiche une hausse soutenue de +10,1%, soit 2,0 fois supérieur au taux de croissance annuel observé durant la période 2023-2024. En *proforma*, la progression des revenus ressort à +8,9%. Par secteur d'activité, nous relevons les tendances suivantes :

- 14 secteurs cotés, représentant 84% de la capitalisation du marché, ont connu une amélioration de leur CA annuel : Mines (+52%), Santé (+45%), BTP (+30%), Automobile (+28%), Port (+15,5%), NTI (+14,8%), Ciment (+14,4%), Industries & Services (+13,9%), Grande Distribution (+12,9%), Financement (+9,3%), Assurances (+8,7%), Immobilier (+8,3%), Banques (+5,3%) et Agri-business (+3,7%) ;
- Le secteur des Télécoms affiche une quasi-stagnation de ses revenus tandis que le secteur de l'Énergie a vu son CA cumulé baisser de -4,5% en 2025. Ce dernier pèse plus de 7% dans la capitalisation boursière globale.

MARCHÉ ACTIONS : CROISSANCE DES PRINCIPAUX SECTEURS COTÉS (%) EN 2025 VS. POIDS DANS LA CAPITALISATION BOURSIÈRE



Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

CONFIRMATION DE NOTRE SCÉNARIO DE CROISSANCE EN 2025, UN SIGNAL D'ASSURANCE POUR 2026E

Il est réconfortant de constater que les résultats 2025 de notre univers de valeurs (AGR-30), sont quasiment en ligne avec nos prévisions [Cf. *Prévisions AGR-30 / 25E-26E*]. En effet, le CA agrégé de l'AGR-30 affiche une croissance de **+8,6%** en 2025 contre une estimation de **+8,2%**, soit un taux de réalisation des prévisions moyen proche des **100%**.

Par secteur d'activité, les taux de réalisation varient entre 92% et 133% comme illustré dans le tableau ci-dessous :

- Les secteurs **Mines, Immobilier, NTI, BTP, Automobile et Ciment** affichent des revenus légèrement supérieurs à nos dernières prévisions ;
- Le CA des secteurs **Agri-business et Port** est quasiment identique à nos estimations ;
- Les revenus des secteurs **Banques, Télécoms, Énergie, Grande Distribution et Santé** ressortent légèrement inférieurs à nos anticipations.

Les écarts les plus significatifs ayant attiré notre attention sont les suivants :

- Le secteur **Minier** affiche un CA cumulé de 15.951 MDH contre une estimation AGR de 12.019 MDH, soit un taux de réalisation élevé de 133%. À l'origine de ce décalage, les performances exceptionnelles de Managem grâce à un double effet « Prix/Volume » qui dépassent nos prévisions conservatrices ;
- Le secteur de l'**Énergie** affiche un taux de réalisation de 92%, soit un CA réalisé de 25.765 MDH en 2025 contre des prévisions AGR de 27.998 MDH. Cet écart provient principalement du Groupe TotalEnergies Maroc dont le CA demeure impacté par le prix d'achat de l'essence et du diesel à l'international. À noter que ces fluctuations n'impactent pas la marge de distribution de l'opérateur.

AGR-30 : CROISSANCES AFFICHÉES DES SECTEURS VS. ESTIMATIONS AGR EN 2025

Valeurs	CA/PNB agrégé 2024 ⁽¹⁾	CA/PNB agrégé 2025R	Croissance 25R/24R	CA/PNB 2025E (AGR)	Croissance 25E/24R ⁽²⁾	Taux de réalisation ⁽³⁾
BANQUES	91 598	96 446	5,3%	97 349	6,3%	99%
TÉLÉCOMS	36 699	36 681	0,0%	37 203	1,4%	99%
CIMENT	12 542	14 344	14,4%	14 203	13,3%	101%
ÉNERGIE	27 630	25 765	-6,8%	27 998	1,3%	92%
AGRI-BUSINESS	23 001	23 909	3,9%	23 795	3,5%	100%
MINES	10 500	15 951	51,9%	12 019	14,5%	133%
PORTS	5 008	5 785	15,5%	5 768	15,2%	100%
GRANDE DISTRIBUTION	16 418	18 534	12,9%	18 971	15,6%	98%
SANTÉ	2 954	4 413	49,4%	4 610	56,1%	96%
BTP	32 098	38 348	19,5%	37 678	17,4%	102%
NTI	3 172	3 623	14,2%	3 396	9,2%	107%
AUTOMOBILE	5 022	5 911	17,7%	5 788	15,2%	102%
IMMOBILIER	5 176	5 607	8,3%	5 142	0,9%	109%
AGR-30	271 817	295 317	8,6%	293 920	8,2%	100%

(1) CA publié en février 2026 (proforma pour certaines sociétés)

(2) Croissance prévisionnelle communiquée par AGR

(3) Taux de réalisation : CA réalisé rapporté au CA estimé AGR

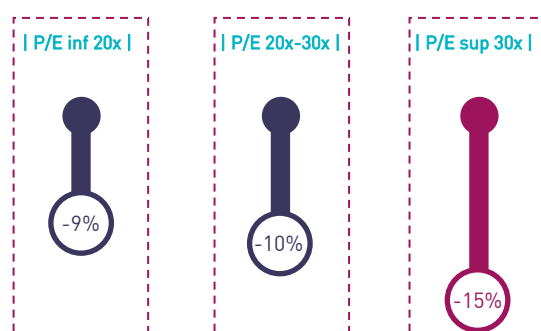
COMMENT TIRER PARTI DE LA RÉCENTE CORRECTION DU MARCHÉ ?

1. Deux messages forts à retenir de la récente correction du marché Actions

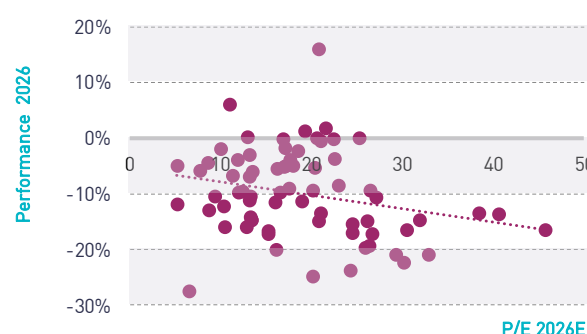
- **Message 1** : Les valeurs relativement chères demeurent généralement les plus vulnérables durant les phases de correction du marché. Durant la période du 20 mars au 03 février 2026, les titres dont le P/E 26E est supérieur à 30x affichent la contre-performance la plus élevée, soit de -15% contre -9% pour les titres ayant un P/E inférieur à 20x.

La dispersion des nuages de points du marché Actions marocain, met en évidence une sensibilité relativement élevée des titres « chers » durant les phases de correction. Un constat qui confirme le phénomène de compression des multiples lors des phases de stress de marché ;

PERFORMANCES MOYENNES DES VALEURS DU MASI SELON LE NIVEAU DE P/E 26E (20 FÉVRIER AU 3 MARS)



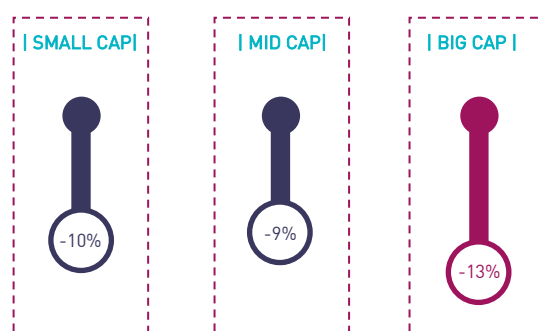
CORRÉLATION « P/E - PERFORMANCE » DES TITRES DURANT LES PHASES DE STRESS (20 FÉVRIER AU 3 MARS)



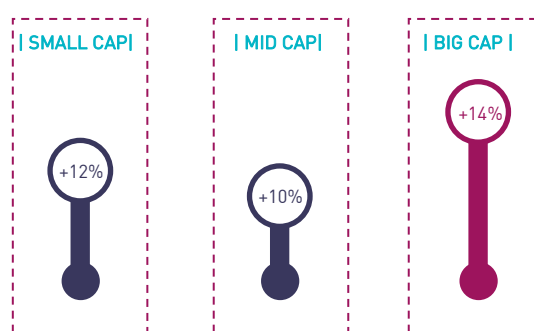
- **Message 2** : La correction du marché semble davantage répondre à une logique de « flux » visant à dégager de la liquidité, plutôt qu'à une réaction négative des investisseurs face aux résultats trimestriels des sociétés cotées. En effet, deux indicateurs soutiennent ce constat :

- ⇒ Durant la période étudiée, les Grandes Capitalisations offrant des niveaux de liquidité élevés accusent la plus forte correction, soit -13% contre -10% pour les Small-Cap et -9% pour les Mid-Cap ;
- ⇒ Pourtant, les réalisations du T4-25 des Grandes Capitalisations demeurent positives. Il s'agit d'une hausse des revenus de +14% contre +10% pour les Mid-Cap et +12% pour les Small-Cap.

PERFORMANCES MOYENNES DES VALEURS SELON LA TAILLE DE LA CAPITALISATION (20 FÉVRIER AU 3 MARS)



CROISSANCE DES REVENUS AU T4-25 SELON LA TAILLE DE LA CAPITALISATION (PUBLIÉE EN FÉVRIER 2026)



BIG-CAP (Sup. à 15 MMDH), MID-CAP (5 à 15 MMDH), SMALL CAP (Inf. à 5 MMDH)

Sources : BVC, Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs & Estimations AGR

COMMENT TIRER PARTI DE LA RÉCENTE CORRECTION DU MARCHÉ ?

2. La correction comme fenêtre de repositionnement tactique autour de 5 secteurs

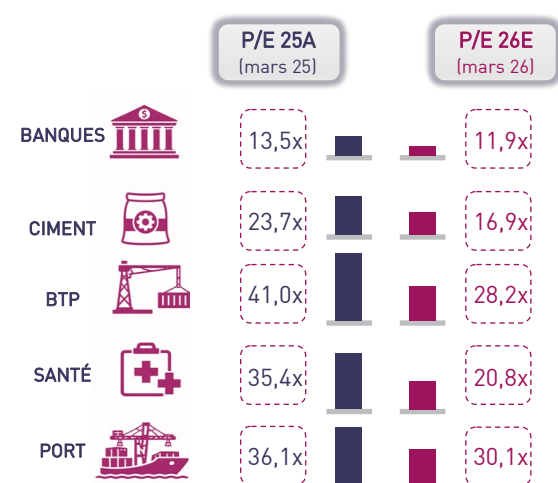
Historiquement, les épisodes de tensions géopolitiques ont tendance à provoquer des phases de volatilité accrue sur les marchés financiers, se traduisant par des mouvements de baisse des Actions sous l'effet de la montée de l'aversion au risque. Toutefois, l'expérience des marchés montre que les corrections liées aux tensions géopolitiques sont de nature ponctuelle. En effet, les investisseurs sont amenés à se recentrer rapidement sur les fondamentaux économiques et les perspectives de croissance bénéficiaire des entreprises dès l'émergence des premiers signes d'apaisement des crises.

Dans cette perspective, nous croyons que la récente correction du marché Actions marocain offrirait des opportunités tactiques de repositionnement. Il s'agit particulièrement des secteurs dont la baisse de leur niveau de valorisation ne reflète pas nécessairement une détérioration de leurs perspectives de croissance sur le MT.

En combinant les facteurs suivants : **(1)** Amplitude de la baisse du P/E 26E, **(2)** Prévisions de croissance des bénéfices en 2026E et **(3)** Résilience du modèle de croissance sur le MT, cinq secteurs se distinguent :

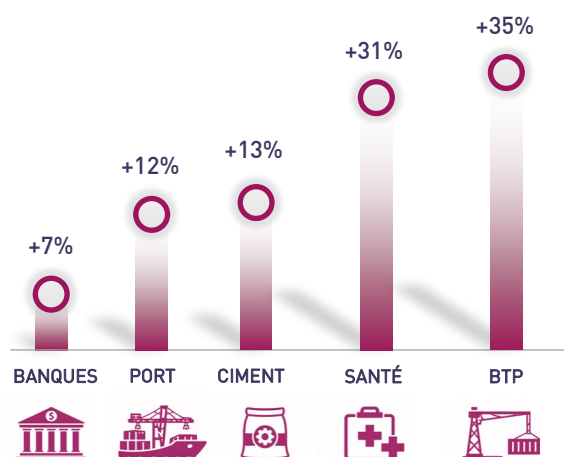
- **Banques** : Le P/E 26E affiche un repli de -12% par rapport à mars 25, passant de 13,5x à un niveau historiquement bas de 11,9x. Parallèlement, la croissance des bénéfices du secteur demeure résiliente autour de +7% sur le MT ;
- **Ciment** : Le P/E 26E recule de -29% comparativement à mars 25, passant de 23,7x à 16,9x alors que la croissance des bénéfices est attendue à +12,8% en 2026 ;
- **BTP** : Le P/E 26E ressort à 28x contre 41x affiché en mars 25, en baisse de -31%. Un niveau attractif tenant compte d'un profil de croissance des bénéfices soutenu de +35% en 2026 ;
- **Santé** : Le P/E 26E affiche un repli significatif de -41%, passant de 35x en mars 2025 à moins de 21x post-correction. Parallèlement, la croissance des profits demeure toujours soutenable à plus de +30% en 2026E ;
- **Port** : Le P/E 26E ressort désormais à 30x contre 36x en baisse sensible de -17%. Tenant compte des perspectives de développement solide du secteur sur le MT, ses niveaux de valorisation demeurent toujours attractifs.

ÉVOLUTION DU P/E 26E SOUS L'EFFET COMBINÉ DE LA CORRECTION DU COURS ET DE LA HAUSSE DES PROFITS



P/E 25E affiché en mars 25 Vs. P/E 26E affiché en mars 26

PRÉVISIONS DE CROISSANCE AGR DES BÉNÉFICES POUR 2026E (PUBLIÉES EN JANVIER 2026)



Sources : BVC, Calculs & Estimations AGR



RÉSULTATS TRIMESTRIELS 2025

	En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB		
		T1-25	T1-24	Var	T2-25	T2-24	Var	T3-25	T3-24	Var	T4-25	T4-24	Var	2025	2024	Var
Tel	Maroc Telecom	8 884	9 066	-2,0%	9 157	9 194	-0,4%	9 236	9 201	0,4%	9 398	9 238	1,7%	36 681	36 699	0,0%
Agri-business	Cosumar	2 667	2 439	9,3%	2 695	2 544	5,9%	2 675	2 766	-3,3%	2 450	2 489	-1,6%	10 487	10 239	2,4%
	Lesieur Cristal	1 656	1 506	10,0%	1 168	1 205	-3,1%	1 227	1 471	-16,6%	1 216	1 381	-11,9%	5 394	5 455	-1,1%
	SBM	351	362	-2,8%	830	756	9,8%	971	918	5,8%	930	826	12,6%	3 082	2 862	7,7%
	Oulmès	603	544	10,9%	885	778	13,8%	1 003	909	10,3%	704	643	9,4%	3 196	2 874	11,2%
	Mutandis	452	470	-3,8%	450	494	-8,9%	592	638	-7,2%	528	513	2,9%	2 022	2 117	-4,5%
	Dari Couspate	192	222	-13,6%	185	179	3,5%	220	211	4,3%	218	244	-10,7%	814	855	-4,8%
	CMGP	541	539	0,4%	579	577	0,3%	591	558	5,9%	776	653	18,8%	2 924	2 328	25,6%
	Unimer	132	273	-51,6%	259	297	-12,8%	379	371	2,2%	322	356	-9,6%	1 092	1 259	-13,3%
Banques	Attijariwafa bank	9 024	8 520	5,9%	8 671	8 502	2,0%	8 659	8 150	6,2%	8 567	9 334	-8,2%	34 921	34 507	1,2%
	BCP	6 949	6 049	14,9%	6 967	6 789	2,6%	6 491	6 752	-3,9%	6 596	6 011	9,7%	26 994	25 601	5,4%
	BOA	4 968	4 465	11,3%	5 381	5 106	5,4%	4 930	4 481	10,0%	5 069	4 665	8,7%	20 348	18 717	8,7%
	BMCJ	983	910	8,1%	1 007	977	3,0%	962	982	-2,0%	989	919	7,6%	3 944	3 789	4,1%
	CIH Bank	1 300	1 123	15,8%	1 448	1 211	19,6%	1 293	1 203	7,4%	1 382	1 203	14,9%	5 423	4 740	14,4%
Assurances	Crédit du Maroc	890	791	12,6%	885	815	8,5%	903	833	8,5%	891	864	3,1%	3 568	3 303	8,0%
	CFG BANK	303	208	45,7%	297	216	37,5%	309	254	21,7%	338	263	28,4%	1 247	941	32,5%
	Wafa Assurance	4 352	4 099	6,2%	3 530	3 051	15,7%	3 036	2 997	1,3%	4 307	3 579	20,3%	15 226	13 726	10,9%
	AtlantaSanad	2 287	1 962	16,6%	1 376	1 133	21,4%	876	855	2,5%	1 511	1 309	15,4%	6 050	5 260	15,0%
BTP	Sanlam Maroc	2 080	2 147	-3,1%	1 350	1 389	-2,8%	1 429	1 385	3,2%	1 336	1 361	-1,8%	6 195	6 282	-1,4%
	AFMA	92	86	6,7%	85	73	16,4%	59	53	11,3%	80	74	8,1%	317	286	10,8%
	SOTM										4 886	4 496	8,7%	15 165	11 099	36,6%
Immo	TGCC	1 845	1 709	8,0%	3 124	2 078	50,4%	3 201	2 015	58,9%	3 662	2 246	63,1%	12 394	8 055	53,9%
	Sonasid	1 551	1 249	24,2%	1 503	1 188	26,5%	1 478	1 365	8,3%	1 854	1 692	9,6%	6 386	5 495	16,2%
	Delta Holding	579	689	-16,0%	755	686	10,1%	709	765	-7,3%	1 012	977	3,6%	3 054	3 138	-2,7%
	Jet Contractors	735	603	21,7%	789	777	1,6%	854	728	17,3%	1 343	1 010	33,0%	3 658	3 118	17,3%
Ciment	SNEP	187	113	65,8%	173	144	20,5%	188	183	2,7%	198	194	2,0%	746	633	17,7%
	Aluminium du Maroc	300	264	13,6%	333	254	31,1%	289	304	-5,0%	345	323	6,8%	1 268	1 205	5,2%
	LafargeHolcim Maroc	2 048	1 884	8,7%	2 111	1 807	16,8%	2 367	2 110	12,2%	2 411	2 354	2,4%	8 936	8 155	9,6%
Energie	Ciments du Maroc	992	870	14,0%	948	911	4,1%	1 074	1 009	6,4%	1 128	1 113	1,3%	5 408	4 387	23,3%
	Addoha	722	689	4,8%	575	999	-42,4%	353	249	41,8%	1 059	658	60,9%	2 709	2 595	4,4%
	Alliances	715	650	10,0%	618	559	10,6%	641	603	6,3%	458	552	-17,0%	2 432	2 363	2,9%
Dis	RDS	64	54	18,5%	106	38	178,9%	113	32	253,1%	183	94	+171 MDH	466	218	113,8%
	TotalEnergies Marketing Maroc	3 892	4 230	-8,0%	3 652	4 232	-13,7%	3 810	4 268	-10,7%	3 773	4 022	-6,2%	15 127	16 752	-9,7%
	Taqqa Morocco	2 943	2 959	-0,5%	2 437	2 692	-9,5%	2 578	2 483	3,8%	2 680	2 744	-2,3%	10 638	10 878	-2,2%
	Afriqueia Gaz	2 410	2 046	17,8%	2 290	2 183	4,9%	2 124	2 174	-2,3%	2 165	2 370	-8,6%	8 989	8 773	2,5%
Auto	Label Vie	4 158	3 825	8,7%	4 569	3 958	15,4%	4 867	4 308	13,0%	4 940	4 327	14,2%	18 534	16 418	12,9%
	Auto Hall	1 224	1 169	4,7%	1 470	1 261	16,6%	1 477	1 141	29,4%	1 739	1 450	19,9%	5 911	5 022	17,7%
	Auto Nejma	792	647	22,4%	1 002	643	55,8%	1 060	649	63,3%	1 281	891	43,8%	4 134	2 831	46,0%
Mines	Marsa Maroc	1 280	1 140	12,3%	1 586	1 342	18,2%	1 463	1 235	18,5%	1 480	1 291	14,6%	5 785	5 008	15,5%
	Managem	2 324	1 935	20,1%	2 098	2 473	-15,2%	2 998	2 127	40,9%	6 274	2 325	169,8%	13 694	8 860	54,6%
	SMI	302	251	20,3%	326	320	1,9%	349	250	39,6%	589	232	153,9%	1 566	1 053	48,7%
NTI	CMT	169	140	20,7%	173	141	22,7%	180	173	4,0%	168	132	27,3%	691	587	17,7%
	Disway	412	438	-5,9%	540	404	33,7%	549	511	7,4%	572	552	3,6%	2 076	1 905	9,0%
	HPS	309	288	7,2%	354	289	22,5%	358	295	21,4%	517	395	30,9%	1 547	1 267	22,1%
	S2M	70	58	21,0%	80	90	-12,1%	84	69	20,5%	136	96	42,0%	368	313	17,7%
Financement	M2M Group	29	23	26,1%	32	31	3,2%	27	15	80,0%	39	33	18,2%	127	102	24,5%
	Maghrebaal	124	75	65,3%	91	122	-25,4%	103	99	3,7%	120	82	46,3%	438	378	15,9%
	Cash Plus										222	186	19,4%	863	760	13,6%
	Eqdom	140	130	7,7%	166	151	9,9%	140	130	7,8%	144	129	11,4%	590	540	9,3%
Santé	Maroc Leasing	95	65	46,4%	76	62	23,0%	73	108	-32,2%	142	144	-1,0%	387	379	2,1%
	Salafin	94	93	0,8%	97	93	4,3%	95	95	0,4%	98	98	-0,1%	384	379	1,4%
	Akdital	940	611	53,8%	1 150	637	80,5%	1 030	768	34,1%	1 289	936	37,7%	4 413	2 954	49,4%
	Vicenne				305	201	51,7%	169	189	-10,6%	389	280	38,9%	1 084	837	29,5%
Autres	Sothema	782	656	19,2%	767	673	14,0%	757	711	6,5%	921	777	18,5%	3 227	2 816	14,6%
	Ennakl Automobiles	338	439	-22,9%	612	529	15,7%	461	390	18,4%	513	504	1,8%	1 941	1 878	3,3%
	CTM	332	159	108,8%	427	201	112,4%	677	599	13,0%	392	342	14,6%	1 827	1 301	40,4%
	Risma	278	253	9,9%	375	344	9,0%	334	318	5,0%	486	349	39,3%	1 634	1 264	29,3%
	Promopharm	213	171	24,7%	226	244	-7,4%	222	192	15,1%	277	252	9,7%	937	859	9,0%
	Aradei Capital	150	146	2,7%	158	152	3,9%	161	145	11,1%	177	163	8,6%	647	606	6,8%
	Fenie Brossette	204	155	31,6%	170	188	-9,6%	191	143	33,6%	192	212	-9,4%	757	698	8,5%
	SRM	52	35	50,0%	99	107	-6,8%	85	72	18,7%	156	144	8,7%	392	356	10,1%
	Maghreb Oxygène	69	71	-2,1%	85	78	9,1%	71	85	-15,8%	105	78	34,5%	330	311	6,1%
	Stokvis Nord Afrique	41	29	41,4%	67	40	68,2%	72	26	178,5%	39	239	-83,7%	219	334	-34,4%
	Stroc Industrie	70	25	173,6%	73	24	208,4%	30	25	21,5%	1	44	-97,0%	174	118	47,7%
	Med Paper	19	22	-13,4%	23	27	-13,7%	22	26	-12,8%	24	31	-23,4%	88	106	-16,3%
	Immorente Invest	20	18	11,6%	21	20	4,5%	22	20	8,0%	22	20	10,0%	85	79	8,4%
	Afric Industries	11	10	9,7%	11	10	5,1%	13	13	-2,9%	10	10	-2,5%	44	43	2,0%
	Balima	13	12	2,2%	13	12	3,6%	13	12	2,6%	13	12	6,4%	51	49	3,8%
	Zellidja	204	155	31,6%	170	188	-9,6%	191	143	33,6%	192	212	-9,4%	757	698	8,5%
	Rebab Company	0,007	0,007	0,0%	0,008	0,008	0,0%	0,008	0,008	0,0%	0,007	0,007	0,0%	0,030	0,030	0,0%

Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs 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	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 Ulderich Djadjo +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	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 risque. 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.