

RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET
2026



POINT D'ANALYSE : IPO **T2S GROUP**

- 03 | Un acteur intégré de la MedTech au cœur de la vision stratégique du Royaume
- 05 | Thématique Santé : Une histoire de croissance portée par l'AMO et la réforme GST
- 06 | Des multiples de valorisation corrects..., justifiés par le profil de croissance à MT
- 07 | Matrice des risques AGR : Facteurs d'Assurance Vs. Facteurs de Vigilance



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

IPO T2S - SOUSCRIRE

SECTEUR | SANTÉ |

EXECUTIVE SUMMARY

T2S Group Holding, acteur de référence intégré de la MedTech au Maroc, s'introduit à la Bourse de Casablanca à travers une opération globale de 1.100 MDH et un prix par Action de 223 DH. Sur la base de notre analyse et tenant compte des risques potentiels identifiés, nous recommandons de souscrire à cette opération.

Concrètement, notre Recommandation s'articule autour des points clés suivants :

1. *Le Groupe T2S bénéficie d'un positionnement solide sur la chaîne de valeur MedTech.* Fort de son expérience sur le marché, de ses partenariats exclusifs de 1^{er} rang (BioMérieux, Accuray, GE HealthCare, Boston Scientific...) et de son unité phare de production radiopharmaceutique, T2S capte l'essentiel de la chaîne de valeur du soin médical technologique ;
2. *Une valeur de croissance portée par la « Vision Santé du Royaume ».* En effet, le Management ambitionne de doubler ses revenus à horizon 2030E en franchissant la barre des 4,0 MMDH. Il s'agit d'un TCAM de +18,8% durant la période 2025-2030E, soutenu par la réforme des GST⁽¹⁾ et les effets de la généralisation de l'AMO. Ces deux leviers devraient dynamiser davantage la Demande publique et privée au sein du secteur de la santé au Maroc ;
3. *Un Business Plan offrant deux « upsides » non intégrés dans le prix d'introduction.* Il s'agit de l'élargissement du portefeuille des produits à travers de nouvelles cartes de distribution et/ou des opérations de croissance externe. Cette levée de fonds sur le marché boursier pourrait constituer selon nous, un facteur accélérateur du développement de l'opérateur ;
4. *Des multiples d'introduction jugés « corrects » sur un horizon MT.* Il s'agit d'un P/E moyen de 13,7x sur la période 2026E-2030E en cohérence avec le profil de croissance et la taille de T2S. Nous avons retenu pour notre analyse le P/E moyen sur la période prévisionnelle afin de tenir compte des risques d'exécution du Business Plan ;
5. *Deux facteurs de risque à surveiller.* D'une part, un contexte boursier marqué à la fois par une aversion au risque élevée de la part des investisseurs et un affaiblissement visible de la position acheteuse des institutionnels envers les Actions (*Note AGR Equity Market Insights*). D'autre part, le manque de visibilité sur les modalités de sortie du fonds Trone⁽²⁾ sur le marché risque de déstabiliser le parcours boursier du titre sur le MT.

Equipe Recherche

(1) La réforme des Groupements Sanitaires Territoriaux (GST)

(2) Il s'agit de Trone Investment Holdings Limited. Au terme de l'opération, les actionnaires du GAS seront soumis à un lock-up de 3 ans portant sur 45% de leurs participations post-IPO et augmentation de capital dirigeant, dont 12,5% au titre de la seule participation de Trone. Néanmoins, une dérogation permet à Trone de céder progressivement sur 3 ans et directement sur le marché ou via un transfert à un ou plusieurs investisseurs éligibles. Trone s'engage ainsi à conserver 12,5% du capital la 1^{ère} année, 10,0% du capital la 2^{ème} année et 7,5% du capital au terme de la 3^{ème} année.

UN ACTEUR INTÉGRÉ DE LA MEDTECH AU CŒUR DE LA VISION STRATÉGIQUE DU ROYAUME

A. Un modèle « One Stop Shop » captant l'essentiel de la chaîne de valeur du soin médical technologique

Fort d'une solide expérience dans le domaine de la MedTech, le Groupe T2S est un acteur reconnu dans les métiers de la production de produits radiopharmaceutiques, l'installation et la distribution des équipements, solutions médicales et services à forte composante technologique. L'Offre de l'opérateur est destinée à la fois aux professionnels de la santé au Maroc et dans les pays d'Afrique subsaharienne. Adossé à plus de 8.000 références et 1.500 clients, le Groupe opère à travers 7 lignes de métier intégrées : RADONCO (radiologie & oncologie), ORAS (blocs opératoires), Dispositifs Médicaux, IVD (diagnostic in vitro), Pharma (radiopharmaceutiques), Systèmes Digitaux et SAV.

Trois constats confortent le positionnement de l'opérateur :

- (1) **Des cartes Tier 1 exclusives et historiques** : Celles-ci couvrent de nombreuses spécialités médicales, à composante technologique (*GE HealthCare, BioMérieux, Accuray, BrainLab, LivaNova, Boston Scientific...*) ;
- (2) **Une intégration industrielle locale** : T2S est l'un des rares acteurs privés de production locale de radiotraceurs PET dans le domaine de l'oncologie, avec un doublement des capacités à compter de 2028E ;
- (3) **Une part non négligeable des revenus récurrents⁽¹⁾ dans le CA** : Celle-ci atteint 46% en 2025 et demeure soutenue par une base installée captive et des contrats de maintenance post-garantie à très forte valeur ajoutée.

T2S GROUP HOLDING : PRÉSENTATION DES SEGMENTS D'ACTIVITÉ ET BUSINESS UNITS

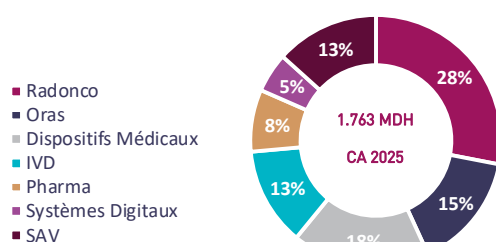


B. Une valeur de « croissance » avec comme objectif le doublement des revenus à horizon 2030E

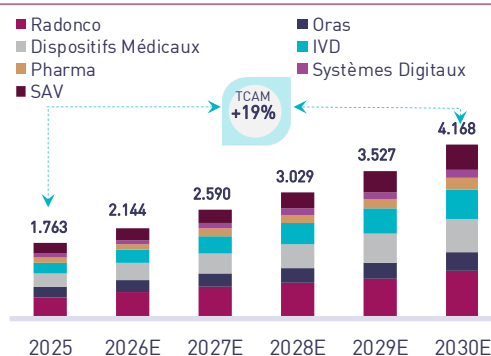
Sur la base du BP pré-money communiqué par le Management, le CA consolidé afficherait un TCAM de +18,8% sur la période 2025-2030E pour atteindre 4.168 MDH, contre un taux de +13,3% durant 2023-2025. Ce scénario s'appuie sur les hypothèses suivantes :

- (1) Renforcement du positionnement de l'opérateur porté par la dynamique du secteur privé de la santé et la réforme des GST⁽²⁾. Une nouvelle tendance permettant de renforcer l'Offre médicale au Maroc à travers l'extension du réseau de soins et l'amélioration de la qualité des services rendus ;
- (2) Développement de nouvelles gammes de produits et services complémentaires soutenu par un parc installé captif ;
- (3) Consolidation progressive de la présence à l'international afin d'accompagner le développement du secteur de la santé en Afrique sur le LT.

T2S : RÉPARTITION DU CA 2025 PAR SEGMENTS D'ACTIVITÉ



T2S : PROFIL DE CROISSANCE DU CA 2025-2030E (MDH)



(1) Chiffre d'affaires Récurrent 2025 = 100% Pharma, 100% SAV, 91% IVD, 64% Dispositifs médicaux et 24% Systèmes digitaux.

(2) La réforme des Groupements Sanitaires Territoriaux (GST) vise à restructurer la gouvernance du système de santé en instaurant une gestion plus décentralisée et en mettant l'accent sur la proximité avec les citoyens.

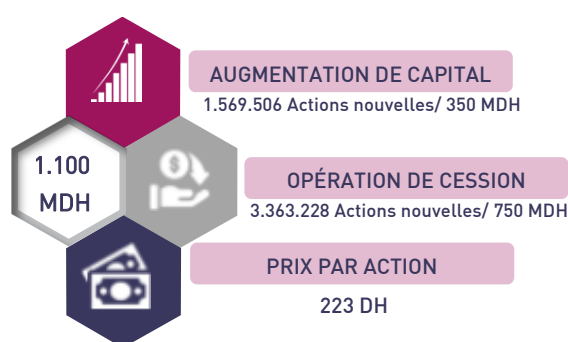
Sources : Prospectus d'information de T2S Group Holding

UNE INTRODUCTION EN BOURSE DE 1,1 MMDH ...

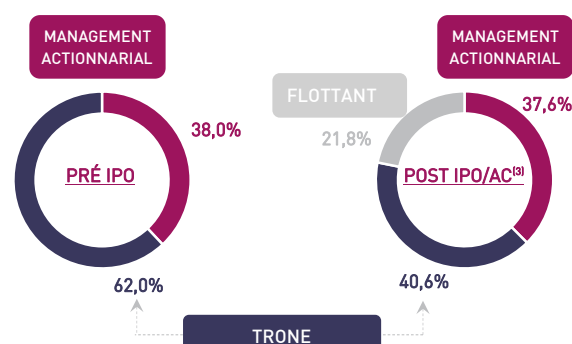
Avec un montant global de 1,1 MMDH, l'IPO de T2S Group Holding sera effectuée via une augmentation de capital de 350 MDH et une cession d'actions d'un montant de 750 MDH, opérée par la sortie du fonds *Trone Investment Holdings*. Ces deux opérations portent sur un nombre total d'actions de 4.932.734 au prix unitaire de 223 DH. Une seconde opération d'augmentation de capital réservée au Dirigeant/Fondateur de T2S Post IPO sera effectuée pour un montant de 143 MDH et un prix unitaire de 178 DH, soit une décote de 20% par rapport au prix d'introduction. Ainsi, Post IPO et AC dédiée au dirigeant, le capital flottant de la société ressort à 21,8% alors que le fonds *Trone* détiendra 40,6% dont 12,5% fait l'objet d'un lock-up sur 3 ans dans le cadre de l'engagement des membres du GAS^[1] hors dérogations^[2] accordées.

Cette IPO propose deux tranches aux différentes catégories d'investisseurs. La 1^{ère} porte sur un montant de 700 MDH au prorata de la Demande dont une souscription minimum est fixée à 3,0 MDH, soit 13.452 Actions. Pour sa part, la seconde tranche porte sur une Offre de 400 MDH sans aucun minimum requis avec une 1^{ère} allocation à hauteur de 100 Actions par souscripteur et une 2^{ème} allocation au prorata de l'excédent de la Demande au-delà des 100 Actions.

T2S GROUP HOLDING : CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'IPO



T2S GROUP HOLDING : ACTIONNNARIAT PRÉ VS. POST IPO



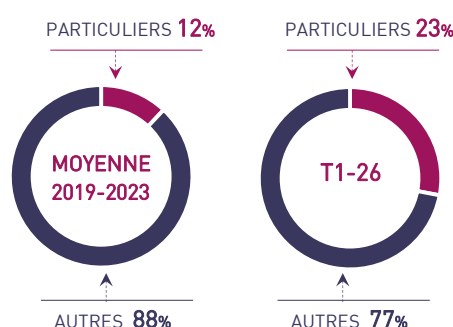
[3] Post IPO et augmentation de capital réservée à M. Sordo en sa qualité de Dirigeant de T2S

... DANS UN CONTEXTE BOURSIER MOINS DYNAMIQUE PAR RAPPORT À 2025

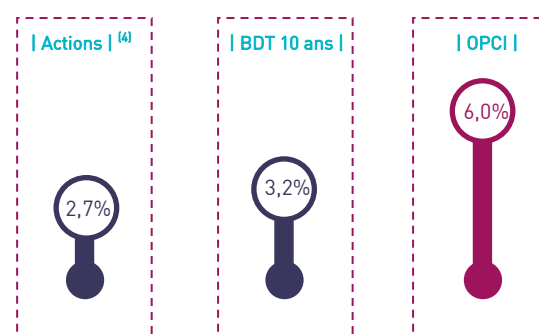
Cette nouvelle IPO s'opère dans un contexte boursier moins favorable après une année 2025 marquée par un fort appétit pour le papier neuf. En atteste le nombre record des 170.000 souscripteurs pour l'opération SGTm. En 2026, l'indice MASI n'arrive toujours pas à effacer les pertes accusées au 1^{er} trimestre à travers une contre-performance YTD de -4,7%^[4]. Selon nous, deux principales raisons seraient à l'origine de cette situation (*Note AGR Equity Market Insights*) :

- (1) L'escalade des tensions militaires au Moyen-Orient dans un contexte marqué par la montée en charge du poids des Particuliers dans la structure du marché à 23% au T1-26 contre 12% en moyenne sur la période 2019-2023. Une telle situation a amplifié l'aversion au risque général au sein du marché Actions ;
- (2) L'affaiblissement de la position acheteuse des institutionnels envers les Actions au profit des OPCl. Cette poche de placement offrirait des rendements attractifs sur le LT, soit autour des 6,0%. Dans ces conditions, les prises de bénéfices des investisseurs individuels peuvent s'accompagner par des corrections sensibles du MASI.

VOLUME : ÉVOLUTION DU POIDS DES PARTICULIERS



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



[1] Il s'agit de Trone Investment Holdings Limited et du management actionnarial notamment Abderraouf Sordo, Ahmed Achaach, Mohamed Bouzid, Ismail Bouhi, Youssef Benabud et d'autres Actionnaires. Au terme de l'opération, les actionnaires du GAS seront soumis à un lock-up de 3 ans portant sur 45% de leurs participations post-IPO et augmentation de capital dirigeant, dont 12,5% au titre de la seule participation de Trone. [2] Une dérogation réservée exclusivement à Trone lui permettra de céder, en une seule fois, entre 5% et 7,5% du capital à un ou plusieurs investisseurs éligibles avant la fin des 3 ans de lock-up tout en conservant 12,5% du capital la 1^{ère} année, 10,0% la 2^{ème} année et 7,5% au terme de la 3^{ème} année. [4] Données arrêtées au 10 juillet 2026.

Sources : Prospectus d'information de T2S, AMMC, Calculs AGR

THÉMATIQUE « SANTÉ » : UNE HISTOIRE DE CROISSANCE PORTÉE PAR L'AMO ET LA RÉFORME GST

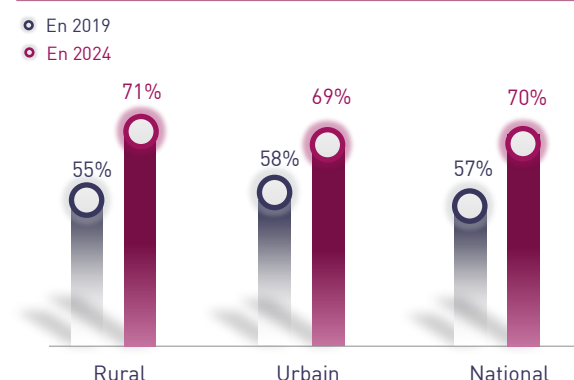
A. La généralisation de l'AMO : Un levier structurel de la Demande adressée à T2S

La thématique « Santé » suscite un vif intérêt auprès des investisseurs, soutenue par la vision forte du Royaume en la matière. La généralisation de l'Assurance Maladie Obligatoire (AMO) impliquerait une nouvelle dynamique au niveau de la Demande. Le taux de couverture médicale de la population aurait déjà atteint les 88% en 2025 selon les prévisions de la PLF-26 contre 57% en 2019 et 70% en 2024.

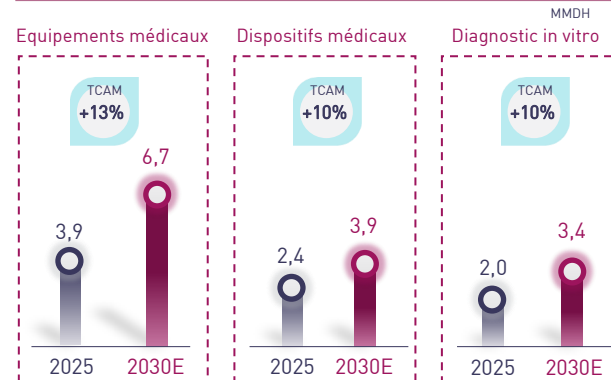
La généralisation de l'AMO a impliqué une forte appréciation du nombre de bénéficiaires de la couverture médicale, passant de 8,6 Mn en 2021 à 32,6 Mn en 2025, dont près de 11 Mn au titre du seul régime AMO-Tadamon, destiné aux populations vulnérables. Cette extension rapide de la couverture déplace mécaniquement une partie de la Demande de soins vers le secteur privé, largement sollicité par les assurés AMO.

Dans ce contexte porteur, le Management de T2S anticipe un TCAM cible à horizon 2030E de +13% pour le marché des « équipements médicaux » et de +10% pour les marchés des « dispositifs médicaux » et « IVD » (Diagnostic in vitro).

MAROC : ÉVOLUTION DU TAUX DE COUVERTURE MÉDICALE



SECTEUR : ÉVOLUTION DES MARCHÉS ADRESSÉS PAR T2S



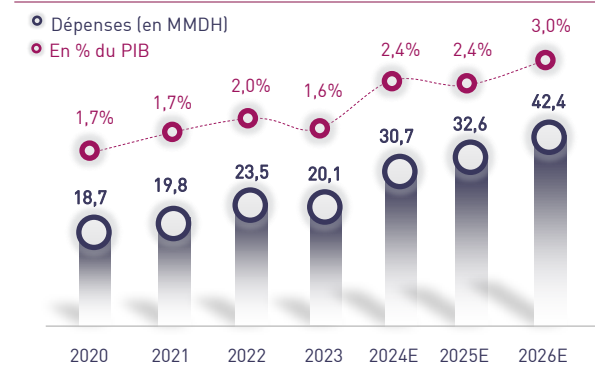
B. La réforme des GST dans le cadre de la « Vision 2030 », principal catalyseur de la commande publique

Après le « Plan Santé 2025 » centré sur l'élargissement de l'accès aux soins et nécessitant un budget de 24 MMDH, l'État a enclenché une refonte structurelle du système national de santé à horizon 2030E. Celle-ci s'articule autour de 4 piliers :

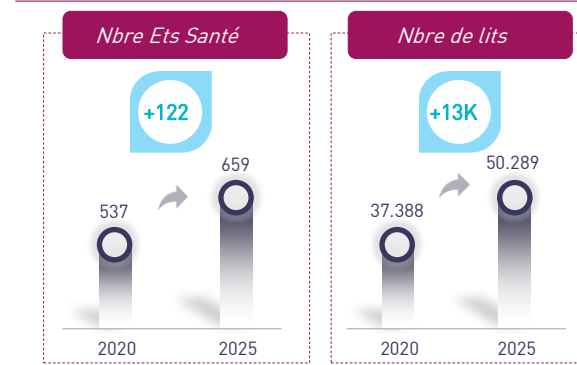
- (1) La Gouvernance à travers la création de la Haute Autorité de la Santé et des Groupements Sanitaires Territoriaux GST,
- (2) La valorisation des RH avec un objectif de 45 professionnels pour 10.000 habitants,
- (3) La mise à niveau de l'Offre sanitaire via les nouveaux CHU (Agadir, Laâyoune, Errachidia, Béni Mellal, ...) et enfin,
- (4) La digitalisation.

La réforme des GST qui vise à décentraliser les décisions d'investissement et les commandes au niveau régional devrait constituer le principal accélérateur du marché des équipements hospitaliers au Maroc à travers l'ouverture de nouveaux établissements dans les régions sous-dotées et le renouvellement du parc hospitalier existant. L'effort budgétaire en atteste. Le budget dédié à la santé a plus que doublé depuis 2020 pour atteindre 42,4 MMDH en 2026E, tandis que l'Offre de soins a augmenté de 122 établissements et près de 13.000 lits sur la période 2020-2025, portée majoritairement par l'investissement privé. Ce levier représente une bonne partie de la clientèle de T2S, soit 70% du CA Maroc.

MAROC : DÉPENSES PUBLIQUES ALLOUÉES À LA SANTÉ



MAROC : ÉVOLUTION DE L'OFFRE DE SOINS 2020-2025



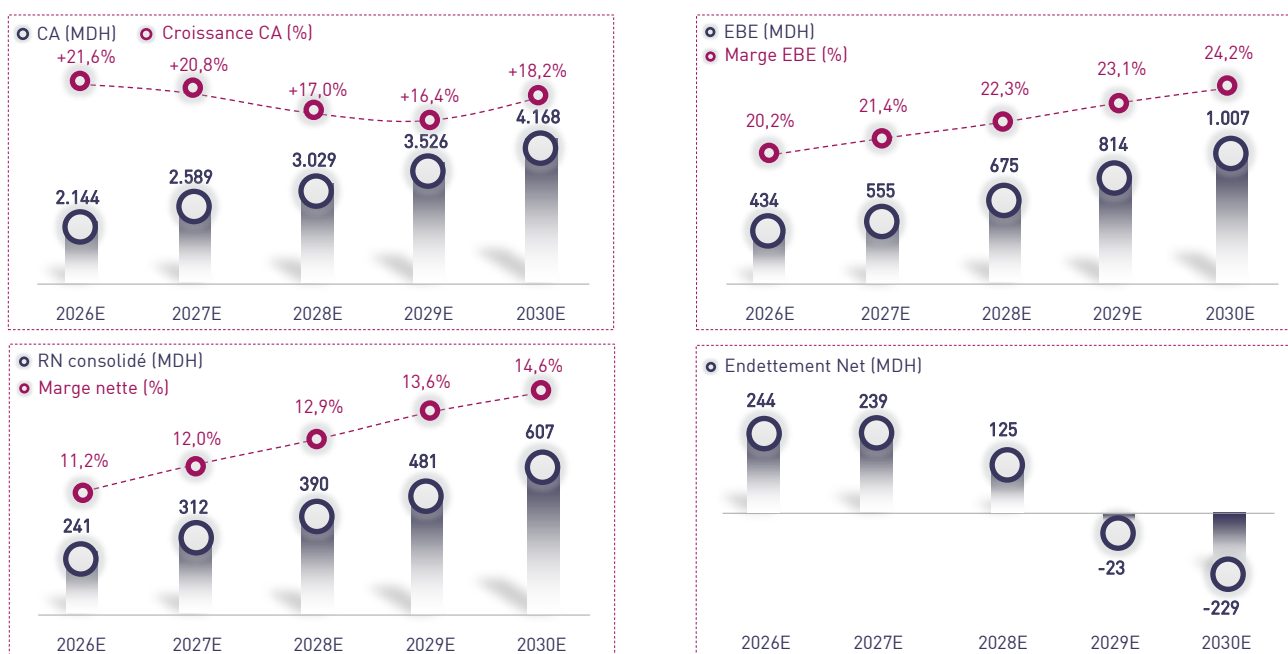
Sources : Prospectus d'information de T2S Group Holding, HCP, PLF 2026

DES MULTIPLES DE VALORISATION CORRECTS..., JUSTIFIÉS PAR LE PROFIL DE CROISSANCE À MT

La stratégie de croissance de T2S repose sur un effort d'investissement relativement soutenu de plus de 300 MDH sur la période 2026E-2030E. Celui-ci vise à renforcer ses activités existantes, à développer de nouvelles gammes complémentaires et à saisir les opportunités à l'international. L'objectif étant de préserver une trajectoire haussière des résultats sur le MT.

Fort de son positionnement au sein du secteur national de la santé, T2S bénéficierait des politiques gouvernementales visant à améliorer l'Offre médicale, à réhabiliter l'infrastructure existante et à accélérer le rythme d'ouverture des centres hospitaliers. Dans ce contexte, l'opérateur prévoit de doubler sa capacité de production de radiotraceurs PET à travers la nouvelle unité de production de cyclotron à Fès à horizon 2028E après l'acquisition de la totalité du capital de Cyclopharma⁽¹⁾ en 2026 tout en améliorant son SAV à travers un TCAM de plus de +23,0% sur la période étudiée.

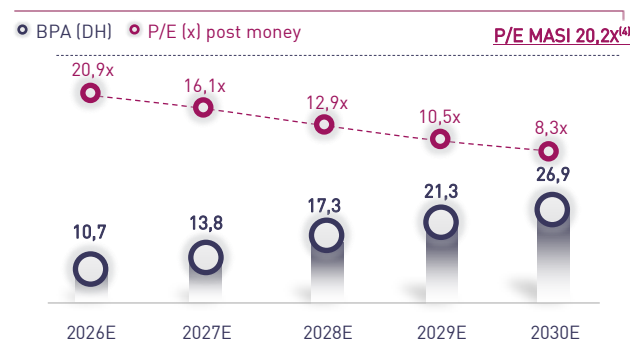
T2S : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICATEURS OPÉRATIONNELS ET FINANCIERS DURANT LA PÉRIODE 2026E-2030E



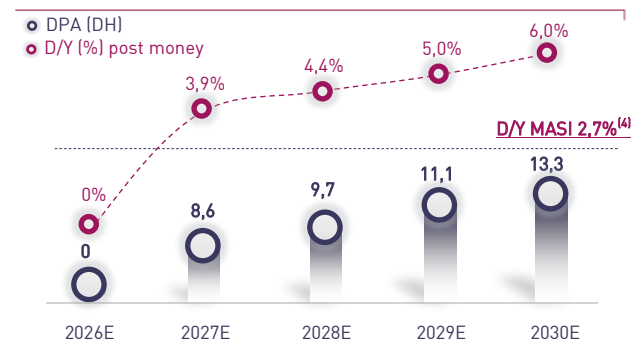
À l'analyse des multiples de valorisation induits par le plan d'affaires prévisionnel communiqué par le Management de T2S, nous relevons les évolutions suivantes :

- (1) Un P/E moyen correct de 13,7x sur la période 2026E-2030E en cohérence avec le profil de croissance et la taille de T2S. Nous retenons un P/E moyen sur la période prévisionnelle afin de tenir compte des risques d'exécution du Business Plan ;
- (2) Un « upside » en termes de dividende à compter de 2029E, une fois le cycle de croissance en grande partie achevé. Il s'agit d'un D/Y cible supérieur à 5,0%.

T2S : ÉVOLUTION DU P/E (x)⁽²⁾ POST MONEY 2026E-2030E



T2S : ÉVOLUTION DU D/Y⁽³⁾ POST MONEY 2026E-2030E



(1) T2S détient 100% de Cyclopharma après l'acquisition de la participation restante de 45,5% durant le S1 2026.

(2) Post money : tenant compte du nombre de titres post-IPO et augmentation de capital dirigeant de 22.584.118 actions et du cours d'introduction de 223 DH.

(3) Dividende au titre de l'exercice (n-1), payable en (n) / (4) Données arrêtées au 10 juillet 2026.

Sources : Prospectus d'information de T2S Group Holding, Calculs AGR

MATRICE DES RISQUES AGR : FACTEURS D'ASSURANCE VS. FACTEURS DE VIGILANCE



MATRICE AGR

Facteurs d'Assurance

➤ **Un secteur érigé en priorité nationale**

La refonte du système de santé (généralisation de l'AMO avec un taux de couverture de 88%, réforme des GST, budget de l'État multiplié par 2,3x depuis 2020 à 42,4 MMDH) alimente une dynamique haussière structurelle de la Demande de soins médicaux et sécurise la commande publique et privée en équipements médicaux à MT.

➤ **Un modèle intégré à revenus récurrents**

Près de la moitié des revenus sont récurrents (SAV, réactifs, radiotraceurs, consommables), adossées à des marges opérationnelles élevées (50% de marge brute sur le SAV). Une situation permettant d'atténuer la cyclicité de la vente d'équipements lourds.

➤ **Des partenariats Tier 1 difficilement répliquables**

L'exclusivité de cartes de renommée mondiale (GE HealthCare sur +20 pays d'Afrique, BioMérieux, Accuray...) conjuguée à la production locale radiopharmaceutique constitue une barrière à l'entrée face à la concurrence locale et régionale.

➤ **Des upsides non intégrés dans le BP**

Le BP est construit à périmètre de cartes constant (hors croissance externe et nouveaux partenariats). La capacité de l'opérateur à décrocher de nouvelles cartes (Accuray, Microport/Medbot) offre des leviers de croissance non intégrés dans le prix d'IPO.

Facteurs de Vigilance

➤ **Un BFR structurellement lourd**

Le BFR de l'opérateur dépasse les 100 jours de CA en moyenne durant la période de prévision. Sous l'hypothèse d'un dérapage des délais de paiement, les hypothèses de génération de cash risquent d'être remises en question.

Une telle situation entamerait significativement la qualité du Bilan et par conséquent, le profil risque de l'opérateur.

➤ **Une dépendance aux contrats de distribution**

Le modèle repose sur le renouvellement de cartes OEM des partenaires exclusifs. La perte d'une carte majeure, à l'image de la cession de la carte Varian en 2025 pour plus de 90 MDH peut altérer les perspectives de croissance. Cette dépendance aux cartes de distribution est un facteur de risque à surveiller.

➤ **Un potentiel important de hausse du flottant**

Le fonds Trone conserve 40,6% post-IPO et AC-dirigeant avec des facultés de cession encadrées mais réelles. Théoriquement, le flottant pourrait plus que doubler sur les trois prochaines années, prenant en considération la substitution potentielle de 5% à 7,5% du capital au profit d'un ou plusieurs Investisseurs Éligibles. Ce flux vendeur pourrait déstabiliser le parcours boursier du titre sur le MT.

➤ **Un niveau de valorisation élevé sur le CT**

Avec un P/E 26E post-money de 20,9x, le titre s'inscrit dans la catégorie des valeurs les plus vulnérables en cas d'un retournement baissier du marché.

La normalisation des multiples de valorisation du titre exige la concrétisation des hypothèses du BP et ce, sans aucun accident de parcours.

Source : Analyse 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 21 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.