

RESEARCH REPORT

EQUITY

OCTOBRE
2026

| MAROC | SEMESTRIEL 2026 Résultats des sociétés cotées

DES RÉSULTATS INSUFFISANTS POUR RELANCER LE MASI ?

- 02 | Avis d'expert
- 03 | Une croissance bénéficiaire récurrente de +21%, à relativiser...
- 04 | ...sous l'effet de la contribution exceptionnelle du secteur minier
- 05 | Annexes



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

Le premier semestre de l'année 2026 a été marqué par une escalade inquiétante des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Europe. Une situation qui a provoqué un choc énergétique, ravivant ainsi les risques inflationnistes. Au niveau national, les indicateurs macroéconomiques demeurent toujours résilients à travers une croissance du PIB attendue à +4,4% et une inflation maîtrisée en dessous de 1,0% pour 2026E.

Depuis le démarrage de la période de publication des résultats semestriels des sociétés cotées en septembre, le MASI a cédé -9,4% creusant sa contre-performance annuelle à -10,4%⁽¹⁾. La qualité des résultats financiers de la cote paraît ainsi insuffisante pour soutenir une tendance haussière de fond des cours en Bourse. Selon nous, plusieurs facteurs seraient à l'origine de cette situation :

- Comme déjà exposé lors de notre rapport publié en mars 2026 *[Cf. Résultats T4-25]*, le marché Actions marocain a connu un changement structurel en matière de volatilité. Celui-ci aurait tendance à amplifier l'impact des chocs exogènes et ce, en raison de deux facteurs. D'une part, la montée du poids des *Particuliers* dont l'horizon de placement demeure généralement CT. D'autre part, l'affaiblissement de la position « acheteuse » des Institutionnels qui semblent s'orienter davantage vers les placements alternatifs à rendement fixe dans un contexte de hausse des taux obligataires ;
- Le relèvement des attentes du marché en matière de croissance des sociétés cotées. En effet, après avoir expérimenté des croissances bénéficiaires proches des +15,0% sur 2022-2025, une progression de +6,0% en 2026 (hors secteur minier) pourrait « décevoir » des investisseurs désormais plus exigeants ;
- La persistance du choc énergétique à l'international semble impacter l'aversion au risque des investisseurs en Bourse. Ces derniers semblent intégrer des scénarii extrêmes, à savoir :
(1) Les anticipations du retour de l'inflation importée et ses répercussions sur les marges des sociétés et la Demande locale, (2) L'inflexion haussière de la courbe des Taux qui constitue le principal concurrent des Actions au Maroc et enfin, (3) Une 2^{ème} révision à la baisse de la croissance économique en septembre de la part de BAM après celle opérée en juin 2026.

AVIS D'EXPERT

Tenant compte des attentes élevées des investisseurs, nous pensons que les réalisations des sociétés cotées ne seraient pas suffisantes pour déclencher une solide reprise de la Bourse durant le T4-26. Par conséquent, notre scénario anticipe un indice MASI en territoire négatif sur l'ensemble de l'année 2026.

Concrètement, la trajectoire du MASI dépendrait principalement de l'évolution des tensions géopolitiques et de l'intensité de leur impact sur les prix de l'énergie. Dans ces conditions, nous suivons de près l'évolution du contexte international afin d'identifier les premiers signaux d'un éventuel retournement de tendance.

*Nous recommandons aux investisseurs de privilégier une approche sélective tout en allongeant l'horizon de placement à au moins deux ans. L'objectif étant de renforcer le niveau de résilience des portefeuilles autour de 3 secteurs sous-valorisés : Banques, Santé et Ports *[Cf. Résultats T4-25]*.*

Equipe
Analyse & Recherche

(1) Evolution calculée au 6 Octobre 2026

UNE CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTE DE +21%, À RELATIVISER...

Durant le premier semestre 2026, les sociétés cotées ont composé avec un environnement moins favorable marqué par l'exacerbation des tensions géopolitiques et le renchérissement des prix énergétiques à l'international. Néanmoins, le contexte économique local démontre toujours une certaine résilience. Ainsi, les réalisations semestrielles des sociétés cotées se présentent comme suit :

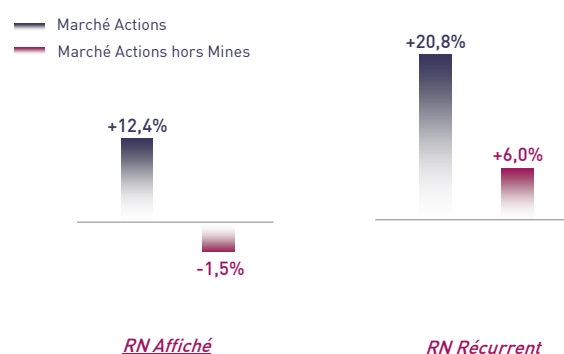
- La croissance des revenus de la cote ressort à +10,3%, soit son niveau le plus élevé depuis le S1-22 *[Cf. Résultats sociétés cotées T2-26]*. En retraitant la performance historique des minières (+145%), la progression du CA ressort à seulement +6,1% ;
- Le REX récurrent du marché Actions s'établit à 51,6 MMDH au S1-26 marquant une hausse de +17,7% en glissement annuel. La marge opérationnelle évolue de 24,8% au S1-25 à 26,5% au S1-26, en amélioration de +1,7 point. Ce gain de profitabilité provient principalement de la contribution positive du secteur minier dont les niveaux de marge ont plus que doublé passant de 20,8% à 42,3% sur la même période ;
- La croissance bénéficiaire récurrente (retraitée des recettes exceptionnelles de Maroc Telecom dans le cadre de l'accord avec Wana Corporate), s'élève à +20,8% au S1-26 après +14,1% au S1-25. Cette croissance est à relativiser compte tenu des superprofits des sociétés minières. Hors ce secteur, les bénéfices récurrents de la cote affichent une nette décélération à +6,0% contre +14,0% au S1-25.

MARCHÉ : PRINCIPAUX INDICATEURS CONSOLIDÉS (MDH)

En MDH	S1-25	S1-26	Var (%)
Revenus agrégés	176.560	194.783	+10,3%
REX récurrent ⁽¹⁾	43.810	51.565	+17,7%
Marge REX	24,8%	26,5%	+1,7 pt
Bénéfices récurrents ⁽¹⁾	24.444	29.522	+20,8%
Bénéfices affichés	26.264	29.522	+12,4%

[1] Les indicateurs récurrents tiennent compte des recettes exceptionnelles de Maroc Telecom au S1-25 dans le cadre de l'accord avec Wana Corporate.

MARCHÉ : COMPARATIF DES CROISSANCES AU S1-26



Au terme du premier semestre de l'année 2026, nous relevons les observations suivantes :

- **51** sociétés cotées, représentant 86% de la capitalisation boursière, affichent une hausse de leurs profits ;
- **25** émetteurs accusent une baisse de leurs bénéfices semestriels, soit 14% de la capitalisation globale du marché ;
- **8** sociétés cotées ont publié des résultats nets déficitaires ;
- Enfin, **2** sociétés ont publié un Profit Warning annonçant une baisse sensible de leurs résultats. Il s'agit plus précisément de Promopharm et d'Involys.

TABEAU DE BORD DES RÉSULTATS RÉCURRENTS DES SOCIÉTÉS COTÉES AU S1-26

INDICATEURS CLÉS	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	% DANS LA CAPITALISATION	
Contribution à la hausse des profits	51	86%	
Contribution à la baisse des profits	25	14%	
Déficitaires	8	1,5%	
Profit Warning	2	0,1%	

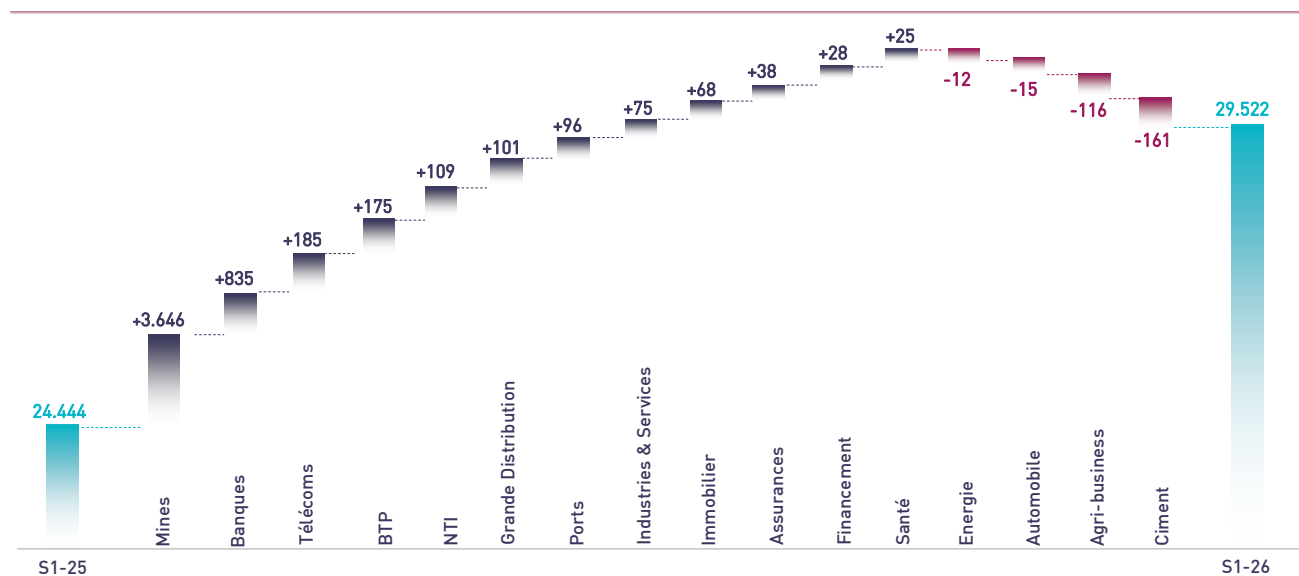
Sources : États financiers des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

...SOUS L'EFFET DE LA CONTRIBUTION EXCEPTIONNELLE DU SECTEUR MINIER

Entre le S1-25 et le S1-26, la masse bénéficiaire agrégée de la cote a progressé de +5,1 MMDH, dont +3,6 MMDH sont générés par le secteur minier. L'analyse sectorielle fait ressortir les constats suivants :

- Le secteur **minier** est le principal contributeur à la hausse des bénéfices du marché à travers un RNPG agrégé en hausse de +3.646 MDH, soit 72% de la variation de la masse bénéficiaire globale ;
- Le secteur **bancaire** arrive en 2^{ème} position avec une contribution de +835 MDH. En dépit d'une hausse modeste du PNB (+1,3%), les banques cotées ont bénéficié d'une nette amélioration de leur coût du risque, soit de -34,7% ;
- Le secteur **cimentier** accuse une contre-performance de -161 MDH en dépit de l'amélioration de +7,6% de son CA. À l'origine, nous relevons la hausse des coûts des intrants. Cimarr a également été pénalisé par la hausse des charges financières et la non-récurrence d'une plus-value de cession au S1-25.

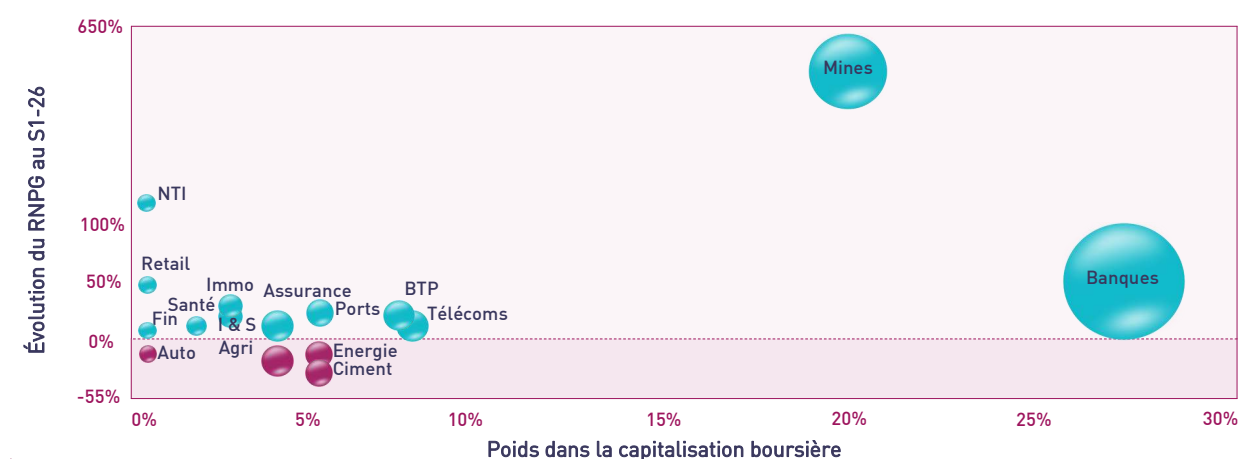
MARCHÉ : CONTRIBUTION EN MDH À LA MASSE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTE AU S1-26



Au 1^{er} semestre 2026, les bénéfices récurrents de la cote se sont inscrits en progression de +20,8%. Plus en détails, les variations sectorielles se déclinent comme suit :

- 12 secteurs, concentrant 83% de la capitalisation, ont connu une hausse de leurs résultats nets. Il s'agit des Mines (+648%), NTI (+139%), Grande Distribution (+37,3%), Immobilier (+14,2%), Ports (+12,5%), BTP (+11,9%), Industries & Services (+11,7%), Télécoms (+8,1%), Financement (+7,9%), Banques (+6,7%), Santé (+6,4%) et Assurances⁽¹⁾ (+3,4%) ;
- 4 secteurs, représentant 17% de la capitalisation totale, ont vu leurs bénéfices baisser au S1-26 tels que l'Agri-business (-18,0%), le Ciment (-10,6%), l'Automobile (-7,8%) et l'Energie (-1,1%).

MARCHÉ : CROISSANCE BÉNÉFICIAIRE RÉCURRENTE DES SECTEURS COTÉS Vs. POIDS DANS LA CAPITALISATION BOURSÈRE



(1) Résultats sociaux pour Wafa Assurance et Sanlam Maroc

Sources : États financiers des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR



RÉSULTATS RÉCURRENTS S1-26

	En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB			Résultat d'exploitation			Marge Opérationnelle			RNPg			Marge Nette	
		S1 2026	S1 2025	Var	S1 2026	S1 2025	Var	S1 2026	S1 2025	S1 2026	S1 2025	Var	S1 2026	S1 2025	
Tél	Maroc Telecom	19 009	18 041	5,4%	5 687	5 329	6,7%	29,9%	29,5%	2 482	2 297	8,1%	13,1%	12,7%	
Agri-business	Cosumar	4 825	5 362	-10,0%	548	656	-16,5%	11,3%	12,2%	333	387	-14,1%	6,9%	7,2%	
	Lesieur Cristal	2 595	2 824	-8,1%	32	44	-27,3%	1,2%	1,6%	-47	12	-59 MDH	NS	0,4%	
	SBM	1 233	1 181	4,3%	159	137	16,2%	12,9%	11,6%	80	87	-8,6%	6,5%	7,4%	
	CMGP	1 588	1 121	41,7%	230	147	56,4%	14,5%	13,1%	130	97	34,7%	8,2%	8,6%	
	Mutandis	962	902	6,7%	88	101	-13,1%	9,1%	11,2%	-5	68	-73 MDH	NS	7,5%	
	Dari Couspate	376	377	-0,4%	36	34	5,0%	9,5%	9,0%	28	26	7,8%	7,4%	6,9%	
	Unimer	444	392	13,2%	6	-10	+16 MDH	1,4%	NS	-10	-64	+54 MDH	NS	NS	
	Oulmès	1 654	1 521	8,7%	97	106	-8,2%	5,9%	7,0%	20	32	-35,7%	1,2%	2,1%	
Banques	Attijariwafa bank	18 395	17 696	4,0%	10 386	10 055	3,3%	56,5%	56,8%	5 944	5 879	1,1%	32,3%	33,2%	
	BCP	13 462	13 912	-3,2%	6 367	5 546	14,8%	47,3%	39,9%	3 218	2 916	10,4%	23,9%	21,0%	
	BOA	10 490	10 349	1,4%	4 475	4 408	1,5%	42,7%	42,6%	2 481	2 251	10,2%	23,7%	21,8%	
	BNCI	2 006	1 989	0,9%	668	399	67,3%	33,3%	20,1%	353	223	58,2%	17,6%	11,2%	
	CIH Bank	2 826	2 748	2,8%	996	994	0,2%	35,3%	36,2%	617	615	0,3%	21,8%	22,4%	
	CFG Bank	634	600	5,7%	332	278	19,6%	52,4%	46,3%	200	181	10,4%	31,5%	30,1%	
	Crédit du Maroc	1 914	1 775	7,8%	1 033	836	23,6%	54,0%	47,1%	532	445	19,4%	27,8%	25,1%	
	Wafa Assurance	8 299	6 619	25,4%	429	391	9,8%	5,2%	5,9%	606	590	2,7%	7,3%	8,9%	
Assurances	Sanlam Maroc	4 103	3 430	19,6%	480	209	130,1%	11,7%	6,1%	172	169	1,7%	4,2%	4,9%	
	AtlantaSanad	3 977	3 663	8,6%	318	302	5,6%	8,0%	8,2%	288	276	4,4%	7,2%	7,5%	
	AFMA	194	178	9,5%	80	76	5,2%	41,3%	42,9%	58	51	12,4%	29,7%	28,9%	
	AGMA	101	96	4,9%	51	52	-1,7%	50,7%	54,1%	39	38	1,7%	38,8%	40,0%	
	SGTM	6 601	7 117	-7,2%	1 129	992	13,8%	17,1%	13,9%	793	739	7,3%	12,0%	10,4%	
	TGCC	5 477	5 606	-2,3%	1 023	978	4,5%	18,7%	17,5%	435	417	4,4%	7,9%	7,4%	
	Sonasis	3 051	3 054	-0,1%	267	182	46,2%	8,7%	6,0%	167	97	72,2%	5,5%	3,2%	
	Delta Holding	1 323	1 333	-0,8%	177	193	-8,1%	13,4%	14,5%	125	125	-0,1%	9,5%	9,4%	
BTP	Jet Contractors	1 773	1 460	21,4%	173	271	-36,1%	9,8%	18,6%	108	126	-14,7%	6,1%	8,6%	
	Colorado	315	289	9,0%	56	54	3,2%	17,8%	18,8%	29	27	5,1%	9,1%	9,5%	
	SNEP	379	360	5,4%	-26	-82	+56 MDH	NS	NS	-50	-91	+41 MDH	NS	NS	
	Aluminium du Maroc	604	650	-7,1%	77	63	22,7%	12,8%	9,7%	41	31	31,0%	6,8%	4,8%	
	LafargeHolcim Maroc	4 152	4 159	-0,2%	1 655	1 747	-5,2%	39,9%	42,0%	843	918	-8,1%	20,3%	22,1%	
	Cimar	2 695	2 203	22,3%	948	815	16,4%	35,2%	37,0%	514	601	-14,4%	19,1%	27,3%	
	Addoha	1 408	1 297	8,6%	302	168	79,3%	21,4%	13,0%	299	263	13,5%	21,2%	20,3%	
	Alliances	1 419	1 333	6,4%	410	320	27,8%	28,9%	24,0%	230	210	9,2%	16,2%	15,8%	
Immo	RDS	209	162	28,8%	26	36	-26,4%	12,6%	22,1%	20	6	205,4%	9,5%	4,0%	
	TotalEnergies Marketing Maroc	8 628	7 544	14,4%	435	570	-23,7%	5,0%	7,6%	285	324	-12,1%	3,3%	4,3%	
	Taqi Morocco	5 088	5 379	-5,4%	1 249	1 254	-0,4%	24,5%	23,3%	462	437	5,8%	9,1%	8,1%	
	Africaia Gaz	4 688	4 701	-0,3%	613	568	7,9%	13,1%	12,1%	370	368	0,5%	7,9%	7,8%	
	Label Vie	10 193	8 728	16,8%	334	323	3,4%	3,3%	3,7%	370	270	37,3%	3,6%	3,1%	
	Auto Hall	3 344	2 678	24,9%	175	135	29,4%	5,2%	5,0%	65	47	37,0%	1,9%	1,8%	
	Auto Nejma	1 993	1 832	8,8%	198	237	-16,7%	9,9%	12,9%	114	147	-22,2%	5,7%	8,0%	
	Marsa Maroc	3 214	2 842	13,1%	1 571	1 289	21,9%	48,9%	45,3%	869	773	12,5%	27,1%	27,2%	
Mines	Managem	11 764	4 422	166,0%	4 840	738	555,8%	41,1%	16,7%	3 778	380	894,2%	32,1%	8,6%	
	CMT	596	342	74,1%	354	199	77,8%	59,3%	58,1%	187	75	150,4%	31,4%	21,8%	
	SMI	852	628	35,6%	392	187	109,2%	46,0%	29,8%	243	108	125,9%	28,6%	17,1%	
	HPS	761	672	13,1%	97	36	168,4%	12,8%	5,4%	35	-47	+82 MDH	4,6%	NS	
	Disway	1 089	952	14,4%	77	58	33,5%	7,1%	6,1%	60	50	20,3%	5,5%	5,3%	
	Disty	335	278	20,6%	25	17	49,0%	7,4%	6,0%	16	13	28,3%	4,8%	4,5%	
	Microdata	846	504	67,8%	88	71	24,0%	10,3%	14,0%	59	49	21,3%	7,0%	9,7%	
	S2M	181	149	21,7%	17	25	-33,3%	9,2%	16,8%	13	11	15,0%	7,0%	7,4%	
NTI	M2M Group	83	61	36,5%	11	2	325,0%	12,8%	4,1%	7	-0,5	+7 MDH	8,3%	NS	
	Involys	14	22	-34,6%	-2	4	-5 MDH	NS	17,3%	-4	3	-7 MDH	NS	12,8%	
	Eqdom	332	301	10,2%	79	110	-28,4%	23,7%	36,5%	51	63	-19,4%	15,3%	20,9%	
	Salafin	195	191	2,2%	89	84	5,8%	45,7%	44,1%	50	47	7,2%	25,7%	24,5%	
	Maghrebail	240	215	11,4%	158	133	18,9%	66,0%	61,8%	83	71	15,4%	34,4%	33,2%	
	Maroc Leasing	182	171	6,1%	111	99	12,7%	61,2%	57,6%	55	53	5,1%	30,5%	30,8%	
	Cash Plus	476	415	14,8%	274	228	20,4%	57,6%	54,9%	151	127	18,5%	31,7%	30,7%	
	Akdital	2 532	2 093	21,0%	403	326	23,7%	15,9%	15,6%	225	194	15,9%	8,9%	9,3%	
Santé	T2S	978	773	26,4%	206	216	-4,8%	21,1%	28,0%	91	109	-16,1%	9,3%	14,1%	
	Vicenne	591	527	12,3%	135	125	8,5%	22,9%	23,7%	94	83	13,5%	15,9%	15,7%	
	Risma	863	653	32,2%	256	172	48,8%	29,7%	26,3%	313	117	167,5%	36,3%	17,9%	
	Sothema	1 795	1 549	15,9%	357	307	16,5%	19,9%	19,8%	215	194	11,0%	12,0%	12,5%	
	Promopharm	507	464	9,2%	26	42	-38,5%	5,0%	9,0%	7	26	-74,1%	1,3%	5,7%	
	CTM	927	759	22,3%	-135	-55	-80 MDH	NS	NS	-13	12	-25 MDH	NS	1,6%	
	Maghreb Oxygène	168	154	8,5%	9	5	73,6%	5,1%	3,2%	9	9	-6,4%	5,2%	6,0%	
	Immorente	42	41	2,4%	29	29	-1,2%	68,6%	71,0%	23	22	5,5%	56,1%	52,5%	
Industries & Services	Afric Industries	22	21	5,5%	6	5	20,3%	26,5%	23,2%	4	3	24,6%	17,6%	14,9%	
	Aradei Capital	393	308	27,5%	224	223	0,2%	56,9%	72,4%	55	99	-44,0%	14,0%	32,0%	
	Med Paper	39	88	-55,9%	3	-10	+13 MDH	7,2%	NS	1	7	-85,8%	2,4%	7,6%	
	Fenie Brossette	432	374	15,5%	20	18	7,4%	4,6%	4,9%	13	8	55,4%	2,9%	2,2%	
	Stokvis	113	108	4,7%	4	20	-77,5%	3,9%	18,3%	-7	0	-7 MDH	NS	NS	
	Stroc	38	142	-73,5%	3	31	-89,9%	8,5%	22,1%	1	15	-91,1%	3,7%	10,8%	
	SRM	122	151	-19,1%	-7	4	-10 MDH	NS	2,4%	-8	1	-9 MDH	NS	0,5%	
	Balima	31	31	-2,3%	11	9	24,7%	35,8%	28,1%	8	7	15,1%	24,5%	20,8%	
	Zellidja	432	374	15,5%	18	17	5,5%	4,1%	4,5%	5	6	-25,9%	1,1%	1,7%	
	Rebab Company	0,02	0,02	0,0%	-0,13	-0,22	+0 MDH	NS	NS	0,02	0,40	-95,6%	NS	NS	
	Ennakl	1 173	1 121	4,6%	98	133	-25,9%	8,4%	11,9%	95	118	-19,3%	8,1%	10,5%	

Sources : États financiers des sociétés cotées, Calculs AGR



RÉSULTATS AFFICHÉS S1-26

	En MDH	Chiffre d'Affaires/PNB			Résultat d'exploitation			Marge Opérationnelle		RNP6			Marge Nette	
		S1 2026	S1 2025	Var	S1 2026	S1 2025	Var	S1 2026	S1 2025	S1 2026	S1 2025	Var	S1 2026	S1 2025
Tél	Maroc Telecom	19.009	18.041	5,4%	5.687	7.827	-27,3%	29,9%	43,4%	2.482	4.117	-39,7%	13,1%	22,8%
Agri-business	Cosumar	4.825	5.362	-10,0%	548	656	-16,5%	11,3%	12,2%	333	387	-14,1%	6,9%	7,2%
	Lesieur Cristal	2.595	2.824	-8,1%	32	44	-27,3%	1,2%	1,6%	-47	12	-59 MDH	NS	0,4%
	SBM	1.233	1.181	4,3%	159	137	16,2%	12,9%	11,6%	80	87	-8,6%	6,5%	7,4%
	CMGP	1.588	1.121	41,7%	230	147	56,4%	14,5%	13,1%	130	97	34,7%	8,2%	8,6%
	Mutandis	962	902	6,7%	88	101	-13,1%	9,1%	11,2%	-5	68	-73 MDH	NS	7,5%
	Dari Couspate	376	377	-0,4%	36	34	5,0%	9,5%	9,0%	28	26	7,8%	7,4%	6,9%
	Unimer	444	392	13,2%	6	-10	+16 MDH	1,4%	NS	-10	-64	+54 MDH	NS	NS
	Oulmès	1.654	1.521	8,7%	97	106	-8,2%	5,9%	7,0%	20	32	-35,7%	1,2%	2,1%
	Altijariwafa bank	18.395	17.696	4,0%	10.386	10.055	3,3%	56,5%	56,8%	5.944	5.879	1,1%	32,3%	33,2%
	BCP	13.462	13.912	-3,2%	6.367	5.546	14,8%	47,3%	39,9%	3.218	2.916	10,4%	23,9%	21,0%
Banques	BOA	10.490	10.349	1,4%	4.475	4.408	1,5%	42,7%	42,6%	2.481	2.251	10,2%	23,7%	21,8%
	BMCi	2.006	1.989	0,9%	668	399	67,3%	33,3%	20,1%	353	223	58,2%	17,6%	11,2%
	CIH Bank	2.826	2.748	2,8%	996	994	0,2%	35,3%	36,2%	617	615	0,3%	21,8%	22,4%
	CFG Bank	634	600	5,7%	332	278	19,6%	52,4%	46,3%	200	181	10,4%	31,5%	30,1%
	Crédit du Maroc	1.914	1.775	7,8%	1.033	836	23,6%	54,0%	47,1%	532	445	19,4%	27,8%	25,1%
	Wafa Assurance	8.299	6.619	25,4%	627	744	-15,7%	7,6%	11,2%	606	590	2,7%	7,3%	8,9%
	Sanlam Maroc	4.103	3.430	19,6%	480	209	130,1%	11,7%	6,1%	172	169	1,7%	4,2%	4,9%
	AtlantaSanad	3.977	3.663	8,6%	318	302	5,6%	8,0%	8,2%	288	276	4,4%	7,2%	7,5%
Assurances	AFMA	194	178	9,5%	80	76	5,2%	41,3%	42,9%	58	51	12,4%	29,7%	28,9%
	AGMA	101	96	4,9%	51	52	-1,7%	50,7%	54,1%	39	38	1,7%	38,8%	40,0%
	SGTM	6.601	7.117	-7,2%	1.129	992	13,8%	17,1%	13,9%	793	739	7,3%	12,0%	10,4%
	TGCC	5.477	5.606	-2,3%	1.023	978	4,5%	18,7%	17,5%	435	417	4,4%	7,9%	7,4%
	Sonasid	3.051	3.054	-0,1%	267	182	46,2%	8,7%	6,0%	167	97	72,2%	5,5%	3,2%
	Delta Holding	1.323	1.333	-0,8%	177	193	-8,1%	13,4%	14,5%	125	125	-0,1%	9,5%	9,4%
	Jet Contractors	1.773	1.460	21,4%	173	271	-36,1%	9,8%	18,6%	108	126	-14,7%	6,1%	8,6%
	Colorado	315	289	9,0%	56	54	3,2%	17,8%	18,8%	29	27	5,1%	9,1%	9,5%
BTP	SNEP	379	360	5,4%	-26	-82	+56 MDH	NS	NS	-50	-91	+41 MDH	NS	NS
	Aluminium du Maroc	604	650	-7,1%	77	63	22,7%	12,8%	9,7%	41	31	31,0%	6,8%	4,8%
	LafargeHolcim Maroc	4.152	4.159	-0,2%	1.655	1.747	-5,2%	39,9%	42,0%	843	918	-8,1%	20,3%	22,1%
	Cimar	2.695	2.203	22,3%	948	815	16,4%	35,2%	37,0%	514	601	-14,4%	19,1%	27,3%
	Addoha	1.408	1.297	8,6%	302	168	79,3%	21,4%	13,0%	299	263	13,5%	21,2%	20,3%
	Alliances	1.419	1.333	6,4%	410	320	27,8%	28,9%	24,0%	230	210	9,2%	16,2%	15,8%
	RDS	209	162	28,8%	26	36	-26,4%	12,6%	22,1%	20	6	205,4%	9,5%	4,0%
	TotalEnergies Marketing Maroc	8.628	7.544	14,4%	435	570	-23,7%	5,0%	7,6%	285	324	-12,1%	3,3%	4,3%
Energie	Taqi Morocco	5.088	5.379	-5,4%	1.249	1.254	-0,4%	24,5%	23,3%	462	437	5,8%	9,1%	8,1%
	Afrique Gaz	4.688	4.701	-0,3%	613	568	7,9%	13,1%	12,1%	370	368	0,5%	7,9%	7,8%
	Label Vie	10.193	8.728	16,8%	334	323	3,4%	3,3%	3,7%	370	270	37,3%	3,6%	3,1%
	Auto Hall	3.344	2.678	24,9%	175	135	29,4%	5,2%	5,0%	65	47	37,0%	1,9%	1,8%
Auto	Auto Nejma	1.993	1.832	8,8%	198	237	-16,7%	9,9%	12,9%	114	147	-22,2%	5,7%	8,0%
	Marsa Maroc	3.214	2.842	13,1%	1.571	1.289	21,9%	48,9%	45,3%	869	773	12,5%	27,1%	27,2%
	Managem	11.764	4.422	166,0%	4.840	738	555,8%	41,1%	16,7%	3.778	380	894,2%	32,1%	8,6%
	CMT	596	342	74,1%	354	199	77,8%	59,3%	58,1%	187	75	150,4%	31,4%	21,8%
Mines	SMI	852	628	35,6%	392	187	109,2%	46,0%	29,8%	243	108	125,9%	28,6%	17,1%
	HPS	761	672	13,1%	97	36	168,4%	12,8%	5,4%	35	-47	+82 MDH	4,6%	NS
	Disway	1.089	952	14,4%	77	58	33,5%	7,1%	6,1%	60	50	20,3%	5,5%	5,3%
	Disty	335	278	20,6%	25	17	49,0%	7,4%	6,0%	16	13	28,3%	4,8%	4,5%
	Microdata	846	504	67,8%	88	71	24,0%	10,3%	14,0%	59	49	21,3%	7,0%	9,7%
	S2M	181	149	21,7%	17	25	-33,3%	9,2%	16,8%	13	11	15,0%	7,0%	7,4%
	M2M Group	83	61	36,5%	11	2	325,0%	12,8%	4,1%	7	0	+7 MDH	8,3%	NS
	Involys	14	22	-34,6%	-2	4	-5 MDH	NS	17,3%	-4	3	-7 MDH	NS	12,8%
Financement	Eqdom	332	301	10,2%	79	110	-28,4%	23,7%	36,5%	51	63	-19,4%	15,3%	20,9%
	Salafin	195	191	2,2%	89	84	5,8%	45,7%	44,1%	50	47	7,2%	25,7%	24,5%
	Maghrebaill	240	215	11,4%	158	133	18,9%	66,0%	61,8%	83	71	15,4%	34,4%	33,2%
	Maroc Leasing	182	171	6,1%	111	99	12,7%	61,2%	57,6%	55	53	5,1%	30,5%	30,8%
	Cash Plus	476	415	14,8%	274	228	20,4%	57,6%	54,9%	151	127	18,5%	31,7%	30,7%
	Akdital	2.532	2.093	21,0%	403	326	23,7%	15,9%	15,6%	225	194	15,9%	8,9%	9,3%
	T2S	978	773	26,4%	206	216	-4,8%	21,1%	28,0%	91	109	-16,1%	9,3%	14,1%
	Vicenne	591	527	12,3%	135	125	8,5%	22,9%	23,7%	94	83	13,5%	15,9%	15,7%
Santé	Risma	863	653	32,2%	256	172	48,8%	29,7%	26,3%	313	117	167,5%	36,3%	17,9%
	Sothema	1.795	1.549	15,9%	357	307	16,5%	19,9%	19,8%	215	194	11,0%	12,0%	12,5%
	Promopharm	507	464	9,2%	26	42	-38,5%	5,0%	9,0%	7	26	-74,1%	1,3%	5,7%
	CTM	927	759	22,3%	-135	-55	-80 MDH	NS	NS	-13	12	-25 MDH	NS	1,6%
	Maghreb Oxygène	168	154	8,5%	9	5	73,6%	5,1%	3,2%	9	9	-6,4%	5,2%	6,0%
	Immorente	42	41	2,4%	29	29	-1,2%	68,6%	71,0%	23	22	5,5%	54,1%	52,5%
	Afric Industries	22	21	5,5%	6	5	20,3%	26,5%	23,2%	4	3	24,6%	17,6%	14,9%
	Aradei Capital	393	308	27,5%	224	223	0,2%	56,9%	72,4%	55	99	-44,0%	14,0%	32,0%
	Med Paper	39	88	-55,9%	3	-10	+13 MDH	7,2%	NS	1	7	-85,8%	2,4%	7,6%
	Fenie Brossette	432	374	15,5%	20	18	7,4%	4,6%	4,9%	13	8	55,4%	2,9%	2,2%
	Stokvis	113	108	4,7%	4	20	-77,5%	3,9%	18,3%	-7	0	-7 MDH	NS	NS
	Stroc	38	142	-73,5%	3	31	-89,9%	8,5%	22,1%	1	15	-91,1%	3,7%	10,8%
	SRM	122	151	-19,1%	-7	4	-10 MDH	NS	2,4%	-8	1	-9 MDH	NS	0,5%
	Balima	31	31	-2,3%	11	9	24,7%	35,8%	28,1%	8	7	15,1%	24,5%	20,8%
	Zellidja	432	374	15,5%	18	17	5,5%	4,1%	4,5%	5	6	-25,9%	1,1%	1,7%
	Industries & Services	Rebab Company	0,02	0,02	0,0%	-0,13	-0,22	+0 MDH	NS	NS	0,02	0,40	-95,6%	NS
Ennaki		1.173	1.121	4,6%	98	133	-25,9%	8,4%	11,9%	95	118	-19,3%	8,1%	10,5%

Sources : États financiers 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 Ghali Bahiri +212 5 22 49 14 82 g.bahiri@attijari.ma Casablanca	FINANCIAL ANALYST Soufiane Khelloufi +212 5 22 49 14 82 s.khelloufi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ANALYST Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST 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	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 +237 674 11 95 67 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.